思维纪要社 2026-10-20 每日汇总

总帖子数574条 | 有效帖子394条 | 总字数63069 | 阅读时间预估126分钟

核心事件

当日主线是"物理 AI 从叙事拐点走向产业验证"：GPT-6 Astra 在首个具身操控基准 AA-Robotics 登顶（69.4 分）、OpenAI 正式招人自研人形机器人、特斯拉 Optimus V3 在股东大会文件中首次书面宣称"已为量产做好准备"，三重信号叠加英伟达柏林 GTC（10/20 – 22）与 10/22 特斯拉 Q3 电话会，把机器人从主题炒作推到"订单与排产兑现"的验证窗口。与之对冲的是海外 AI 交易继续退潮（亚太科技股普跌、恒生科技 -1.5%），资金在 A 股选择了"低位+催化最密"的物理 AI 与三季报高增的 PCB/CCL、SiC 两端进攻，指数缩量微涨、尾盘靠宽基 ETF 托底。

一、物理 AI：从"能不能做"切换到"数据够不够"

当日最硬的边际变化来自基准而非口号。 Artificial Analysis 10 月 14 日发布全球首个机器人操控基准 AA-Robotics v0.1，GPT-6 Astra 以 69.4 分登顶，且在 RoboDojo 10 项任务中平均得分超第二名 37%、复杂场景理解准确率由 68% 提升至 89%、动作决策时延压到 85ms。这意味着通用大模型已可承担原属 VLA/WAM 专用模型的具身任务——产业含义是"大脑"不再是瓶颈，瓶颈整体后移到数据：全球高质量真实交互数据仅约 50 万小时，而达到具身"GPT-3 时刻"需千万小时级，缺口约 95%。于是当日资金的第一落点是数据采集与感知硬件（海天瑞声、汉威科技、福莱新材、奥比中光、思看科技、德马科技），第二落点才是本体与总成。

供给侧的排产数据开始可被验证。 特斯拉首条半自动化 Optimus 产线已建成、更高自动化率产线在建，供应商普遍周产爬升至大几百台并收到"周产上千"指引，公司自身周产已达数百台，2026 年底目标周产 2500 台；当前有效数据积累 63 万小时，产业判断 100 – 200 万小时可支撑工厂作业、2027 年工厂端大批使用。工信部口径上半年国产人形机器人整机突破 400 款、产量超 4 万台、全年预计破 10 万台、已在 300 多个场景部署。所以呢：本周（10/21 黄仁勋演讲、10/22 宇树世界物理 AI 大会与特斯拉电话会）是"预期→订单"的第一道验证闸门，若电话会给出的量产节奏与成本指引不达预期，前期以叙事驱动的弹性标的回撤会很快；反之数据采集环节因"卖铲子"属性确定性最高。

二、存储：股价在交易 2027 下行周期，基本面还没看到

长鑫科技 3Q26 营收指引 1150 – 1200 亿元、环比 +15%~20%，中点高于此前预期 30%，G5 DRAM 平台已于 9 月量产，高盛上调 12 个月目标价至 130 元（潜在空间 213%）并维持买入。但 10/19 该股仍跌 7.77%。矛盾的根源是市场对"中国 4F ² 突破 DRAM 寡头格局"的担忧。卖方的一致反驳值得记录：野村认为供给约束至少延续至 2028 年，只有当算力承诺出现持续性砍单或授信项目大面积延期，主线才被动摇；JPM 指出三大存储厂股价自 9 月高点已回调 42%，接近历史下行周期 -49% 的跌幅，而自下而上的现货价、HBM ASP 谈判、LTA 订单可见度（已延至 2028/2029 年）均无衰退信号，短期偏好 SKH。所以呢：这是一个"股价先跌完、基本面后验证"的错位窗口，若 Q4 DRAM 价格如预期向好，反弹的弹性来自估值修复而非景气再上台阶。

三、三季报：涨价链的利润弹性集中兑现

电子布/CCL 是当日最干净的一条业绩主线。 中国巨石 Q3 单季营收 69.19 亿元（同比 +44.3%、环比 +17.7%）、归母 24.12 亿元（同比 +173.8%、环比 +44.8%），单季毛利率 51.2%（同比 +18.4pct、环比 +6.6pct），净利率升至 34.9%；拆分看电子布 3 亿米 × 单米净利 5.6 元 + 粗纱 83 万吨 × 吨净利 950 元。公司同时官宣十五五目标：粗纱产能超 450 万吨、电子布超 20 亿米、电子布高端品占比破 35%、AI

布份额破 15%，1080 及以下产能增长超 4 倍。因果链清晰：AI 服务器规格升级→低介电/薄布紧缺→电子布连续提价→单米净利跳升→报表端毛利率台阶式上移；换言之这轮涨价已不是预期，而是已经落进三季报的现金流。

其余高增同样集中在"卡位+涨价"环节：天岳先进 Q3 营收 6.46 亿元（同比 +102.9%、环比 +17.9%）、归母 0.86 亿元同比扭亏、扣非净利率 14.9%，连续三季环比上行，受益 800V 高压平台渗透与 SiC 产能紧缺；海光信息 Q3 营收 58.56 亿元（同比 +45.5%）、扣除股份支付后归母 13.16 亿元（同比 +68.3%），备货规模显著提升指向需求高景气；春风动力 Q3 归母 9.56 亿元（同比 +131.3%），但其中出口退税贡献 3.98 亿元，剔除后单季利润 5.59 亿元、同比 +35%，这一"退税增厚表观利润"的效应同样适用于浙江鼎力、巨星科技等美国出口占比高的公司，看利润增速时必须先剔非经常性。璞泰来 Q3 扣非 8.07 亿元（同比 +35%、环比 +23%）、毛利率环比 +5.7pct，涂覆隔膜全年约 170 亿平（同比 +55%）。海思科前三季归母 13.2 – 14 亿元（同比 +297%~321%），由创新药放量与 BD 首付款双轮驱动。

四、创新药：BD 从"单点授权"变成"平台定价"

翰森制药与罗氏达成第二次 ADC 合作，首付 4 亿美元 + 一周年付款 1.1 亿美元、潜在里程碑超 150 亿美元、总包超 155 亿美元，覆盖两个临床前 ADC 及多个罗氏提议靶点项目，翰森主导至全球 Ia 期并保留大中华区全部权益；同日剂泰科技 AI 驱动肝外 LNP 平台授权礼来，首付逾千万美元、总额最高 11 亿美元并附个位数销售分成，为全球披露规模最大的肝外 LNP 平台交易。叠加德国默克 13 亿美元、溢价 130% 收购 Silence Therapeutics（核心为 TMPRSS6 siRNA），所以呢：MNC 正在为"平台能力"而非单一分子付钱，国内对标资产（科伦博泰、百利天恒、必贝特等）的估值锚被系统性抬高。ESMO 侧中国创新药有 47 项入选口头报告（2025 年同期 35 项）、29 项入选 LBA（占 96 项约 1/3），主席专场 12 席独占 5 席（和黄、康诺亚/乐普、康方、翰森、科伦博泰），ADC 与双抗是主战场。

五、货币政策框架换锚：这次改革本身就是一次降息

央行行长在金融街论坛宣布拟将主要政策利率从 7 天逆回购转向隔夜逆回购，推动 DR001 作为贷款定价基准、逐步退出存贷款基准利率。高盛的解读最关键：政策利率切换本身可能构成一次实质性降息，但鉴于三季度 GDP 超预期与近期已宣布的宽松，维持年内不再降息降准的判断。当日 10 月 LPR 如期不变（1 年 3.0%、5 年 3.5%），央行另公告 10/21 – 11/2 开展隔夜逆回购、每日操作量不超 1 万亿元。所以呢：流动性的边际在"工具与传导"而非"价格"，对债市是短端利率锚重定价的技术性利好，对股市则是"宽松已充分预期、增量要看财政与内需政策"——发改委同日表态将根据需要及时出台增量政策、正研究制定扩大内需战略实施方案，这是下一个政策窗口。

六、出口与贸易：退税退坡、配额落地、无人机松绑

汽车出口退税由 13% 降至 9%（2027/4/1 生效），中欧插混方案初步落地、每年给中国 35 万辆配额并每年递增 6%。奇瑞管理层交流给出的应对是属地化制造：现有海外工厂 25 座、明年底超 30 座，今年海外 CKD/SKD 占出口 50%、目标明年提至 65% – 75%，西班牙合作工厂可用产能 10 万台。代价是利润再分配：退税退坡直接压缩出口车企与电池厂的表观利润，这也是某外资同日下调电池链 2027 年盈利预测（CATL -14%、二线 -20%~50%，覆盖内仅 CATL-A 维持增持）的核心逻辑之一——行业主要矛盾已从需求增长转向盈利能力恶化。相对利好的是无人机出口管制优化：续航门槛由 1 小时上调至 3 小时、喷洒载荷由 20 升放宽至 80 升，11 月 18 日落地，民用/农林工业无人机出口审批大幅简化，但管制清单新增飞控自动驾驶仪、大功率电机、航空发动机、自主导航集群控制，技术外溢管控反而加强。

七、铜：美中资源竞争把缺口推到 95 万吨

高盛将 2026 年末铜价预测由 13735 美元/吨上调至 14700 美元/吨、2027 年均价由 13800 上调至 15400 美元/吨，理由是美中铜资源竞争导致美国以外市场缺口扩大——2026 年 ex-US 缺口约 95 万吨（原预测 64 万吨）、2027 年约 22 万吨。三大驱动：中国废铜短缺推升精炼铜需求（贡献 2026 年末铜价约 945 美元/吨）、

美国持续虹吸库存、以及电气化需求。这是当日少数被上调而非下调的周期品预测，与电池链盈利下修形成鲜明对比。

八、盘面：缩量、分化、托底

A 股上证综指 +0.12%、科创 50 +1.00%、上证 50 -0.31%、创业板指 -0.26%，全市场成交 1.47 万亿元（半日 9700 亿元、环比 -3%）；港股恒指 -1.3%、恒生科技 -1.5%、成交 1900 亿港元，长假后低开低走一度跌破 24000 点，南向净买入仅 1.77 亿美元；亚洲普跌，韩国领跌、外资与机构全线卖出，日本 AI 标的下跌传导至银行板块，但成交低迷、无恐慌性抛售。A 股尾盘再现托底：科创 50 ETF 成交破 90 亿元、上证 50 ETF 55 亿元、两只沪深 300 ETF 合计 65 亿元，一周宽基放量 800 亿元以上。所以呢：这是典型的"缩量结构市"——没有增量流动性，指数由权重与 ETF 托住，超额收益只能来自题材切换（物理 AI→端侧 AI→PCB/半导体）与业绩兑现，追高的容错度很低。

宏观策略

央行行长在金融街论坛提出将主要政策利率由 7 天逆回购（当前 1.4%）转向隔夜逆回购（约 1.25%），10 月 20 日即公告自 10 月 21 日起连续开展隔夜逆回购、每日操作量不超 1 万亿元。两个利率之间约 15bp 的落差，被债市直接读成"变相降息 15bp"，当日债券走强；但股市没有给出同样的定价——上证收 3735 点、涨 0.12%，午后一度跌 0.75%，尾盘靠上证 50 ETF 放量才拉回红盘；港股节后补跌 1.3%。高盛的判断更克制：政策利率切换本身可能构成一次实质性降息，但鉴于三季度 GDP 超预期与近期已宣布的宽松，维持年内不再降息降准的基准假设。此外 DR001 仅用于大企业新增贷款定价，中小企业和个人仍锚 LPR，这意味着传导是结构性的、不是普惠的。

与之配套的还有一组制度供给：央行会同金融监管总局、证监会推出非银机构大额赎回流动性支持工具（这是对 2024 年以来债市负反馈的机制性补丁）；证监会同意首批 18 只主动 ETF 注册、推动长周期考核机制、完善违规减持处罚与先行赔付；央行等十一部门发文用好社保科创基金。同时 10 月 LPR 按兵不动（1 年 3.0%、5 年 3.5%），政策的重心明确落在"工具与制度"而非"价格"。

增长：GDP 上修到 4.6%，但四季度环比被下调

三季度 GDP 略超预期，主要来自 9 月经济活动全面改善（尤其零售与服务业），高盛因此把 2026 年全年增速由 4.5% 上调至 4.6%，同时把四季度环比折年增速下调至 4.0%——上修是"补昨年的欠账"，下修是"看明年的斜率"，这个组合决定了总量层面难有向上的惊喜。微观验证偏弱：9 月全国线上商品零售 GMV 同比仅 +0.1%（8 月 +2.2%），线上服务回升至 +8.3%，整体社零 +1.1% 的超预期主要靠线下商品与餐饮（中秋前置）；高盛据此下调 2026 年行业线上 GMV 与快递包裹量增速至 +3%/+4%。发改委同日表态"将根据需要及时出台新的增量政策、正研究制定扩大内需战略实施方案"，工信部称正在起草新一代智能制造政策措施——这与"AI+制造"的产业主线直接呼应。

房地产：销量靠季节性，领先指标在走弱

9 月新房销售金额同比 -20%、面积 -21%，前三季度累计降幅扩大到 -13.9%/-13.2%；二手房销售同比 +11.5%、份额持续提升；新开工 -26%、竣工 -36%、房地产投资降幅加深至 -20.6%。第 42 周新房销售环比 +47%、同比 -8%，二手房环比 +97%、同比 +15%，全是季节性；但领先指标走弱——新房搜索环比 -3.3%、二手房认购 -2%、带看 -8%，10 月前 100 开发商合同销售预计同比 -11%（9 月 -14%）。库存月数降至 26.5 个月（9 月均值 27.2）是唯一亮点。

高盛的长周期展望给出一个反直觉结论：供给收缩会先于需求收缩出现——2028 年可售项目急剧下降、2029 年房价稳定，一线（上海/深圳）两年 ASP 涨幅预期上调至 20%；但土地销售将从 2031 年起加速下滑，2035 年 300 城土地销售仅 400 亿元（对比 2026E 的 1.7 万亿元）。销售模式改革会减缓房企 ROE 复苏，可售资源多、

土储期限长、一二线敞口高、偿债压力低的公司（中海、华润）最能适应，新城与万科风险更高。MS 的路径判断是一线新房价格 2026 年底企稳、二线推迟至 2027 年下半年。

海外：AI 交易退潮未止，资金在"卖科技、买现金流"

隔夜美股其实收涨——标普 +0.41% 至 7690 点、纳指 100 +1.17% 至 29529 点、VIX 回落至 18.41，存储与半导体反弹是主要贡献；但亚洲时段完全没跟随：韩国 KOSPI -3.73% 收 5552.7 点、外资净卖出 4.05 亿美元，KOSDAQ -3.33%，日经承压且 AI 标的下跌传导至银行板块。更值得警惕的是仓位数据——高盛显示对冲基金以至少十年来最快速度减持科技股。所以呢：美股反弹是"财报前的技术性修复"，亚太的下跌才是资金真实动作，VIX 虽回落仍是 7 月以来最高位。

两个被低估的宏观变量：一是原油，WTI 报 103.69 美元、单日 +2.25%，背景是胡塞武装 48 小时内对沙特石油/航空/军事目标发动 6 次打击、沙特把未来投资倡议大会推迟到 2027 年并延长主要机场航班限制——油价高企本身就是"AI 叙事杀估值"的同伴；二是美国 11 月 3 日中期选举，共和党内部似乎已放弃众议院（胜率约 10%）、把资源集中到参议院关键州（胜率约 40%），马斯克自 7 月以来已捐 2.76 亿美元。历史统计上过去 50 年中期选举年股市平均回撤 21%，这是四季度不可忽视的日历风险。

策略：托底托的是指数，不是情绪

盘面特征极为清晰：成交 1.47 万亿元（半日 9700 亿元、环比 -3%），上证 50 -0.31%、创业板指 -0.26%、科创 50 +1.00%，银行主动调整、科技与题材轮动（物理 AI→端侧 AI→PCB/半导体）。尾盘宽基 ETF 再度放量护盘——上证 50 ETF 华夏全天成交 75.3 亿元，创 2026 年 1 月 29 日以来天量；沪深 300 ETF 华夏 42.2 亿元、环比增近 11 倍，嘉实 26 亿元、环比增超 2 倍，一周宽基放量 800 亿元以上。这套动作只能托住指数，托不住情绪：沪深 300 已回到今年第一次国家队入场救市的位置。

机构对反弹条件的分歧值得记录。陈果的逻辑是"云厂商短期未必下修 CAPEX，若本次财报给得积极，科技股完全可以反弹"，且双创自 7 月以来已跌 40%、属快熊，接近 2015 年两轮股灾模式，年底前出现像样反弹合理。更谨慎的看法把反弹条件拆成"三季报强 + 油价回落"，并指出反弹初期资金只会找机构低配、前期超跌、没有抛压的题材方向——这正好解释了为什么当日领涨的是机器人、物理 AI、端侧这些"筹码干净"的板块，而不是有基本面的大票。银行方面，有观点认为银行上涨不只是防御：全球再通胀→利率企稳→利差企稳→收入重新跟随规模增长，上半年体现在大行营收 10% 增长，下半年会看到城商行营收增速逐季上台阶。

风险侧最值得记的一句来自周小川：当前巨额资金流向 AI 及基础设施，一旦部分投资失败引发金融动荡，可能酿成危机，应做好预案、在政策工具箱储备工具。这与新云 CDS 一度暴涨超 1000bps、JPM 提示英伟达/博通因 GPU 抵押融资与残值担保导致或有负债风险上升，构成同一条逻辑链。

估值与盈利层面，摩根大通把宁德时代 H 股下调至中性（A 股维持增持、仍为覆盖内唯一增持），核心担忧是"行业盈利能力恶化快于预期"——电池消费税、出口退税下调、贸易壁垒接踵而至，整车厂盈利已承压，产业链利润正在广泛再分配。这是当日最明确的一次"从需求叙事切换到利润叙事"的下调。

港美股海外

隔夜美股三大指数涨跌互现——标普 +0.41% 收 7690 点、纳指 100 +1.17% 收 29529 点、罗素 2000 +0.36%、道指 -0.07% 收 51966 点，存储与半导体反弹是主要推力，VIX 回落 790 个基点至 18.41（仍是 7 月以来最高）。表面是"平静开局"，但两个细节不太好看：全美交易所成交 151 亿股、低于今年以来日均 185 亿股，说明反弹是缩量的；收盘市价单卖出规模达 79 亿美元。更关键的是高盛的数据——对冲基金正以至少十年来最快的速度减持科技股。资金并非离开股市，而是在AI内部重新排座次：亚马逊大涨，反映市场在重新评估不同云厂商的风险与竞争优势，有观点认为后续资金会从"新云"转向现金流充裕的云厂商。

CoreWeave 是这条主线上最典型的标的。 高盛 10 月 19 日将其上调至买入、目标价 106 美元（低于 8 月的 139 美元），理由归结为一个数字：新合同每兆瓦带来 1300 万美元收入，而现有整体业务约 1000 万美元；该股上周收 61.12 美元、二季度财报后累计跌 25%，5 年期 CDS 一度触及 1195bps。另一份新云债务分析给出的量化是：新云（含 SPCX、甲骨文、NBIS、CRWV）2027 年资本开支接近 5000 亿美元量级、对外融资需求约 3000 亿美元量级，资金来源依赖 GPU 租赁涨价、预付款占比提升与 GPU 抵押融资——这三条腿任何一条打滑，CDS 就会先反应。

三份即将披露的财报是本周的定价锚。 Meta 10 月 21 日盘后发 Q3：市场预期营收 633 – 639 亿美元（同比 +23%~25%）、EPS 共识 6.08 美元（剔除 100 亿美元各州总检察长和解后主业仍稳）、单季 Capex 约 410 亿美元、自由现金流一致预期转负约 -91 亿美元，头号变量是全年 Capex 指引 1300 – 1450 亿美元是否维持；美银重申买入、目标价 810 美元（现价 736.72），预计 Q3 营收 638 亿美元略超一致预期。礼来 3Q26 预览（高盛）：预计收入 231.26 亿美元、高于 Visible Alpha 一致预期 2.8%，计入 42 亿美元税前 acquired IPR&D 后 EPS 5.63 美元（低于一致预期 7.03，差异全部来自单季费用），FY26 收入约 898 亿美元、高于公司 850 – 870 亿指引，维持买入、目标价 1413 美元。甲骨文（JPM 维持增持）：投资者日可能上调 FY30 总收入与 OCI 收入目标，支撑扩张所需总资本开支约 900 – 950 亿美元、净资本开支约 700 亿美元，资本来源与开支峰值是股价关键。

个股层面还有两组真实数字：紫金黄金国际 3Q26 归母 5.64 亿美元（环比 -12%、同比 +47%），低于瑞银 6.50 亿与市场 7.00 亿美元预期，矿产金 13.7 吨、9M26 约 41 吨仅完成全年目标 69%，但 AISC 降至 1649 美元/盎司（1H26 为 1678），瑞银下调 2026 年盈利 2%、JPM 维持增持；克利夫兰克里夫（CLF）3Q26 收入环比 +7% 至 56.12 亿美元、调整后 EBITDA 环比 +114% 至 6.12 亿美元（超 5.75 亿指引）、归母环比扭亏至 1.52 亿美元，但发货量 415 万短吨低于 430 万吨指引（受汽车客户生产节奏影响），销售均价环比 +53 美元至 1177 美元/短吨。

港股：补跌、缩量、只有医药在涨

长假后首个交易日，恒指 -1.3%、恒生国企 -1.2%、恒生科技 -1.5%，成交 1900 亿港元、未能站上 2000 亿关口；南向净买入仅 1.77 亿美元，支撑明显不足。结构上防守特征极强：医疗保健 +1.5%、必需消费 +0.2%，原材料 -3.8%、金融 -2%、可选消费 -1.7%；午间 CXO +4.1%、电子元器件 +3.6% 是唯二的进攻方向，AI 及系统软件 -3.6%、黄金 -3.2% 领跌。这说明港股正在"杀 AI 估值、买医药与红利"，与 A 股的"炒物理 AI 题材"形成鲜明反差，同一逻辑在两个市场给出相反定价。

中资科网的三季报预期开始下修。 野村预测腾讯 Q3 营收同比 +9% 基本符合预期，但 non-IFRS 经营利润同比 -3% 至 703 亿元、低于彭博一致预期 2%，经营利润率同比回落 4.1pct 至 33.5%，原因就是持续的 AI 投入与资本开支抬升；维持买入但把目标价下调至 659 港元。运营商反而被首次覆盖看好：美银给中国移动港股买入、目标价 98 港元（上行 21%），A 股中性、目标价 112 元（上行 10%，按 34% A/H 溢价折算）；中国电信港股买入、目标价 6.0 港元（上行 27%），A 股中性、7.2 元（上行 5%，按 40% 溢价折算），逻辑是高质量特许经营 + 云业务领先 + 一体化 AI 生态。

上游材料端，建滔积层板（1888.HK）经实地走访后管理层对未来数季度覆铜板与电子布需求乐观，驱动来自 AI 产品规格升级与部分非 AI 产能转产 AI，公司持续扩产玻纤布、玻纤纱、铜箔与覆铜板自有产能——这与 A 股中国巨石、生益科技的涨价逻辑是同一条链的港股映射。物理 AI 端，五一视界（06651.HK）上半年营收 1.24 亿元，被列为物理 AI"硬核验证期"的港股标的。模型端，MiniMax（HK0100）发布 M3.1 Flash，原生多模态、上下文 1M、思考深度可调，其匿名版本 Space Bunny 已处理超 200T Token，大参数版 M3.1 Pro 待发。

中概与政策：350 亿美元的芯片订单与一纸禁令

路透独家：字节跳动、阿里巴巴、腾讯已订购超过 300 万块英伟达新款 RTX PRO 5500 显卡，标价总额超 350 亿美元——这是"性能较弱但符合出口规定"的合规型号，且英伟达已告知客户与合作伙伴因中国需求远超计划产量、无法保证满足订单。这条消息的双面性很强：一面是中国 AI 算力需求的真实体量（300 万块、350 亿美元），另一面是供给受制于人、只能买降规版的现实，间接强化了国产算力（海光、燧原等）的替代叙事。

同日美国国土安全部在联邦公报发布指令，要求联邦民用行政机构在采购环节全面排除 DeepSeek 及关联实体的 IT 产品与服务、并从现有 IT 系统中清除，覆盖所有基于 DeepSeek 技术开发的第三方产品。这是"存量+增量"双向禁用，短期对 DeepSeek 商业化影响有限，但会加速国产模型生态的内循环。

AI 融资侧的军备竞赛在加速：OpenAI 正力争在 Anthropic 预计 11 月中旬 IPO 前敲定投资者承诺，此轮有望把估值推至 1.4 万亿美元以上，抢跑意图明确。奥特曼对外阐述 AI 的三种终局——建立类似国际原子能机构的国际组织强制执行安全标准（他支持）、把全部 AI 实验室整合为同一实体、以及他不认同的第三种"某家公司积累足够经济实力后熔掉其他所有人的 GPU"。这三种情景本身就是对"算力即权力"的注脚。

亚太与全球宏观

韩国 KOSPI -3.73% 收 5552.7 点、回吐前两个交易日全部涨幅，成交 121 亿美元、外资净卖出 4.05 亿美元；KOSDAQ -3.33% 收 782.0 点、外资净卖出 1.4 亿美元。日本 AI 标的下跌传导至银行板块，但成交低迷、无恐慌性抛售。台湾、香港同步收跌，电池、原材料、科技拖累，防御与医疗抗跌。

日本电子元件 8 月生产值（美元口径）整体低于季节性，半导体同样偏弱，分立器件与单片机是主要拖累，MLCC 大体持平且与贸易出口数据持续分化；但 ABF 载板、倒装 BGA 基板等刚性模块基板维持强劲扩张，利好揖斐电。高盛日本团队维持 MLCC、功率半导体、ABF 基板龙头乐观看法，上调 Nichicon 至买入，电子元件四大首选为揖斐电、TDK、罗姆、村田；日本游戏板块下调任天堂目标价至 9800 日元但维持买入；印度 ICICI 银行目标价上调至 2025 卢比（上行 45%）。

宏观数据与地缘：加拿大 9 月 CPI 同比 3.1%（前值 3.0%、预期 3.2%）；胡塞武装 48 小时内对沙特石油/航空/军事目标发动 6 次打击，沙特把未来投资倡议大会推迟至 2027 年并延长主要机场航班限制，WTI 报 103.69 美元、单日 +2.25%——油价站上 100 美元是当前所有"AI 杀估值"叙事背后被低估的推手。特朗普就乌克兰谈判表态"应换人代表"，地缘不确定性延续。

机构观点

当日机构观点速览：方向上"存储/算力继续看多、电池链集体下调、地产只做结构性 alpha"三条线最清晰；分歧最大的是 AI 资本开支的可持续性——标普提示大型科技公司的 AI 相关潜在负债可能高于已知水平（但暂不调评级），JPM 则直言 GPU 抵押融资、残值担保使英伟达/博通的或有负债风险上升，信用策略已从"整体看多"转为"选择性配置"（偏好 INTC、MRVL、SWKS，回避 AVGO、NVDA、AMD）。

存储与算力：上调的是目标价，下跌的是股价

高盛—长鑫科技（688825.SS）维持买入、目标价上调至 130 元（潜在空间 213%）：3Q26 营收指引 1150 – 1200 亿元、环比 +15%~20%，中位数较此前预测高 30%；净利指引 530 – 550 亿元、环比微增、中位数高 17%；驱动是 AI 带动 DRAM 需求、客户供应链多元化、DRAM 价格高位，且新一代 G5 平台已于 9 月量产，2026 – 30E 净利分别上调 4%/1%/1%/1%/0.2%。野村的判断更硬：供给约束至少延续至 2028 年，长鑫 4F ^{2} 引发的担忧属过度反应，重申三星电子（005930 KS）与 SK 海力士（000660

KS）为首选。另一家外资对三星维持买入、目标价 45 万韩元，认为中国 DRAM 的成本效率与良率问题仍待解决、现阶段不构成实质威胁。JPM 补充自上而下与自下而上的矛盾：三大存储厂自 9 月高点已跌 42%，但现货价上行、HBM ASP 谈判偏向上行、LTA 可见度延至 2028/2029 年，短期偏好 SKH。

算力硬件侧，高盛—领益智造买入、目标价 18.1 元（29.5 倍 2027E EPS、上行 81%），依据是对子公司立敏达的调研：液冷产能长期扩张目标"显著大于当前水平"、已切入头部全球 CSP、从英伟达平台向 GPU/ASIC 多平台扩展、光模块液冷是最新增量，新进入者需过客户认证、强需求+规格快迭代抬高壁垒。高盛—广达电脑维持中性：9 月营收环比 -23% 归因 AI 服务器型号切换、PC 季末环比 +62%，预计 10 – 12 月恢复环比增长，但转换期与 PC 放缓拖累四季度。高盛—CoreWeave 上调至买入、目标价 106 美元（上行 73%），核心押注"新合同每兆瓦 1300 万美元收入 vs 现有整体 1000 万美元"；自 8 月 11 日二季报以来该股跌 43%、近 5 日跌 24%。JPM—甲骨文维持增持：投资者日可能上调 FY30 总收入与 OCI 目标，总资本开支约 900 – 950 亿美元、净开支约 700 亿美元。

电池与新能源车：唯一被系统性下调的板块

某外资的中国电池行业报告把整条产业链 2027 年盈利预测下调——CATL 约 -14%、二线电池厂 -20%~50%，覆盖内仅 CATL-A 维持增持、其余全部中性或卖出，理由是行业主要矛盾已从"需求增长"转向"盈利能力恶化"，进入"利润池再平衡"阶段：整车厂盈利承压，而电池消费税、出口退税下调、贸易壁垒接连而至。摩根大通同日把宁德时代 H 股下调至中性（A 股维持增持），担忧行业盈利恶化速度快于预期、产业链利润正广泛再分配。

需求端的验证偏弱：Citi 经销商调研显示 10 月前 18 日电动车行业订单环比 -10%（剔除小米高基数后环比持平），不及历史季节性；理想/小米环比 -49%/-58% 大幅低于预期，吉利银河/零跑/极氪/特斯拉环比 +36%/+34%/+16%/+1% 超预期；零跑/小米是仅有同比正增长品牌（+24%/+133%）；锂价环比 -23%，反而缓解了成本压力。结构上仍有 alpha：招商电新称璞泰来 Q3 扣非 8.07 亿元（同比 +35%、环比 +23%），涂覆隔膜全年约 170 亿平（+55%）、基膜约 25 亿平（+67%）；中金/天风对湖南裕能的推荐落在"高压实铁锂单吨扣非约 0.44 万元、长期较同行领先 2000 元以上"的单位盈利优势上。

互联网与运营商：AI 投入先吃利润

野村—腾讯维持买入、目标价下调至 659 港元：Q3 营收同比 +9% 符合预期，但 non-IFRS 经营利润同比 -3% 至 703 亿元、低于一致预期 2%，经营利润率同比 -4.1pct 至 33.5%，原因正是持续 AI 投入与资本开支抬升。相对地，美银首次覆盖中国移动（港股买入/98 港元、上行 21%；A 股中性/112 元、上行 10%）与中国电信（港股买入/6.0 港元、上行 27%；A 股中性/7.2 元、上行 5%），逻辑是高质量通信特许经营 + 云业务领先 + 一体化 AI 生态，且 H 股相对 A 股有明显折价（分别按 34%、40% 溢价折算）。

消费与地产：只买"能自我修复"的

高盛—中国房地产 2027 年展望：供给收缩先于需求收缩，2028 年可售项目急剧下降、2029E 房价稳定，一线（上海/深圳）两年 ASP 涨幅预期上调至 20%；土地销售 2031 年起加速下滑，2035 年 300 城仅 400 亿元（vs 2026E 1.7 万亿元）。销售模式改革会减缓 ROE 复苏，项目净利率从 10% 升至 20% 需房价涨约 20% 或地价跌 25%（被视为低概率），覆盖开发商 2026E 盈利被下调；最能适应的是中海、华润，新城与万科风险更高。MS 的落点相似但更聚焦 alpha：一线新房价格 2026 年底企稳、二线推迟至 2027 年下半年，推荐华润置地、新城 A/H；商业运营端把华润万象生活（1209.HK）列为首选超配，理由是份额整合能力 + 约 6% 防御性股息（9 月租金 +8%、龙湖 +3%、新城 +5%）。

消费整体仍偏谨慎。JPM 上海路演反馈：投资者想降科技仓位，但对消费"整体情绪依旧谨慎"，核心争论是盈利预期是否已充分下修，选股逻辑转向"盈利韧性 + 稳定分红"而非单纯低估值。中信社服的免税数据是个注脚：9 月离岛免税销售额 17.1 亿元、同比 -1.2%（7/8 月为 +7.4%/+1.9%），为 2025 年 9 月转正以来首次转负，人均消费 6102 元、同比 -1.3%。

海外与商品：上调铜价，下调任天堂目标价

高盛—铜：把 2026 年末铜价由 13735 上调至 14700 美元/吨、2027 年均价由 13800 上调至 15400 美元/吨，原因是美中资源竞争令 ex-US 缺口扩大至 2026 年约 95 万吨（原 64 万吨）、2027 年约 22 万吨，中国废铜短缺贡献 2026 年末约 945 美元/吨、2027 年均价约 2985 美元/吨。紫金黄金国际被两家同时下调预期：瑞银称 Q3 归母 5.64 亿美元低于其 6.50 亿与市场 7.00 亿美元，维持全年 59.2 吨指引但 Q4 需产约 18 吨、节奏挑战大，下调 2026 年盈利 2%；JPM 指出 9M26 产量仅完成全年目标 69%、连续两季不及预期，但 AISC 降至 1649 美元/盎司，仍维持增持。

日本电子元件：高盛与 Meiko、NDK、Nippon Chemi-Con 交流后的共识是"量价齐升 + 结构优化"，ABF 载板与倒装 BGA 基板强劲扩张利好揖斐电，四大首选为揖斐电、TDK、罗姆、村田，上调 Nichicon 至买入；日本游戏板块下调任天堂目标价至 9800 日元但维持买入；印度 ICICI 银行目标价上调至 2025 卢比（上行 45%）。

农业侧出现少见的积极信号：中信农业指出 26Q3 能繁母猪存栏 3602 万头、环比 -4.7%（Q2 为 -3%）、同比 -10.7%，超预期（原预估 9 月底前完成 3750 万头目标），涌益/钢联口径去化分别 2.2%/4.4% 亦在加速；但猪价仍在深度亏现金阶段（9.85 元/公斤），预计亏损还要持续 1 – 2 个季度。中金日报显示生猪 10.16 元/公斤、环比 -0.2%、同比 -8.5%。

策略节奏：等选举，不等反弹

Citrini 的半导体分析师把 OCP 要点讲得最直白：对 AI 基础设施长期前景仍积极，但不预期股价立即回升；基准情形是美股在中期选举结果明朗前横盘、期间可能进一步下行，11 月中下旬才可能出现更有吸引力的买点（届时选举不确定性缓解，疲软为设备、存储、光通信提供更好入场点），策略是聚焦订单/定价/产能受限持续支撑盈利的公司，而非简单买跌幅最大者；最大风险是伊朗战事再起。这与 A 股"缩量结构市、只做题材切换"的判断互为印证。

值得关注

未来两周是四季度最密集的一段"验证期"——产业侧三天内连开三场会（GTC 柏林、宇树世界物理 AI 大会、特斯拉 Q3 电话会），财报侧进入三季报披露高峰，政策侧 11 月 3 日美国中期选举与 11 月 18 日无人机出口新规落地。以下按"何时看、看什么、什么算验证通过"整理跟踪线索。

一、本周三场大会：把叙事换成数字

10 月 21 日（北京时间 17:00 – 19:00）黄仁勋 GTC 柏林主题演讲。本届重心从"卖 GPU"转向"卖 AI 工厂"，议题覆盖加速计算、Agentic AI、物理 AI、机器人与 AI 基础设施。要看的不是口号，而是三件事：有没有发布世界模型/仿真工具链的新版本、有没有给出机器人基础模型的明确路线图、800V 直流与液冷的标准推进到哪一步。若只是重申愿景而无量化指引，物理 AI 板块的第二天就容易"利好出尽"。

10 月 22 日宇树 2026 世界物理 AI 大会。国内最直接的产业信号源，关注是否披露量产排产（当前头部企业周度排产已从 200 台提升到 400 台、中期规划年度百万台）、以及数据采集的对外采购规模。

10 月 22 日特斯拉 Q3 财报电话会（北京时间 23 日凌晨）。这是全周最高权重的单一事件。电话会问题收集里 Optimus 相关词条出现 65
次、排名第二，市场最想知道的是成本、第一位付费客户、何时盈利。验证指标：2026 年底周产 2500 台的目标是否重申、供应商"周产上千"指引是否被证实、以及与宁德时代/比亚迪电池工厂/上海张江药企集群签署的首批 200 台 Optimus 是否如期在 10 月下旬入驻产线做"夜班协作者"。若指引低于"周产上千"，前期按量产预期定价的丝杠、刀具、传感器标的会最先回撤。

二、机器人链：从"本体"往"数据"迁移的验证窗口

当前产业共识已经把瓶颈从算法/本体移到数据：特斯拉有效数据积累 63 万小时，100 – 200
万小时才能支撑工厂作业，工厂端 2027 年才可能大批使用；全球高质量真实交互数据仅约 50 万小时，缺口约 95%。因此未来两周要盯的是数据采集的订单与出货能不能被第三方数据交叉验证：

- 龙旗科技 ego 数据采集设备（7 摄像头/套）8、9 月各出货约 1 万套、单价约 1 万元、单月约 1
亿元收入，客户觅蜂（智元持股 60%）2026 年目标千万小时级数据产能；

- 华依科技独家供货觅蜂，26 年预期 20 万套以上、27 年指引翻 2 – 3 倍，海外 1X 及供应链已有 20 – 30
万套需求落地；

- 海天瑞声 26 年数采收入 1 – 2 亿元、27 年预计翻数倍，核心客户为字节、极佳、智元、自变量；

- 汉威科技数采设备已获海外头部机器人客户订单并间接供应 F 客户，触觉传感器国内外均形成批量订单。

验证标准很朴素：谁能在三季报或 11
月的交流中把这部分收入单独列出来，谁就从"叙事标的"变成"业绩标的"。

三、三季报：涨价链的持续性 vs 退税/消费税的侵蚀

三季报进入密集期，重点看两条相反的线。

向上的一条是涨价链的"可延续性"：中国巨石 Q3 毛利率 51.2%（同比 +18.4pct）、单米电子布净利 5.6
元已经给出样本；接下来要看生益科技、建滔积层板能否复现，以及 PTFE 混压方案的进展——专家会口径是 PTFE-M9 混压已进入装机测试、交换板良率约 5 成、正交背板正常推进，若 Rubin Ultra
率先落地，材料端还有一轮。同期可跟踪的涨价品：制冷剂（2027 配额落地，R32 出口 9 月环比
+70.1%）、农药双草（草铵膦 7 万元/吨、周环比 +1 万元；草甘膦 2.95 万元/吨）、铪（海外 9807
美元/千克、同比 +93.2%）、复合氧化锆（对日氧化钇出口接近归零、国产替代窗口）。

向下的一条是政策成本的显性化：宁德时代 Q3 收入 1652 亿元（同比 +59%、环比 +12%）、归母 212
亿元（同比 +15%、环比 -6%）、扣非 189 亿元（环比 -10%），量增（销量 260GWh+、同比 +60%）而单位盈利承压，原因就是消费税与出口退税。这意味着"看销量增长买电池"的逻辑已经失效，接下来所有电池链标的都要按"单吨/单Wh 净利"重新定价。 同理，春风动力 Q3 归母 +131% 里有 3.98 亿元出口退税，剔除后同比 +35%——出口占比高的公司（浙江鼎力、巨星科技）都要做同样的剔除。

四、存储：一个被低估的"归母 vs 合并"认知差

长鑫 3Q26 指引很强（营收 1150 – 1200 亿元、环比 +15%~20%，中位高于预期 30%），但股价当日仍跌 7.77%，除了"中国 4F ²
冲击寡头格局"的叙事外，还有一个更实务的原因：上市公司对长鑫新桥的经济权益仅约
30.68%、对长鑫集电（北京厂）约 31.72%，报表能合并收入利润，但新桥与北京厂合计新增 100
亿元利润中，二级市场股东大约只能分到 31 亿元，其余归合肥、北京国资等少数股东；临港 HBM 新厂还不在上市公司体系内。这是"合并净利润漂亮、归母增速打折"的结构性问题，会在三季报和年报中反复被交易。跟踪点：Q4 是否给出归母口径的明确指引、临港 HBM 是否有注入预期。

五、海外：财报周 + 选举周的双重不确定性

- 10 月 21 日盘后 Meta Q3：营收预期 633 – 639 亿美元、EPS 共识 6.08 美元、单季 Capex 约 410 亿美元、自由现金流预计 -91 亿美元。唯一重要的是全年 Capex 指引 1300 – 1450 亿美元是否维持，这决定"AI 资本开支见顶"的交易会不会被证伪。

- 10 月 22 日特斯拉、随后礼来/甲骨文：礼来预期收入 231.26 亿美元、FY26 约 898 亿美元（高于指引上限）；甲骨文投资者日可能上调 FY30 目标，总资本开支 900 – 950 亿美元、净开支约 700 亿美元。

- 11 月 3 日美国中期选举：共和党内部似已放弃众议院（胜率约 10%）、集中保参议院（约 40%），马斯克 7 月以来捐款 2.76 亿美元。历史统计过去 50 年中期选举年股市平均回撤 21%。Citrini 的基准情形就是"选举明朗前横盘、期间可能进一步下行，11 月中下旬才出现更好买点"。

- 11 月中旬 Anthropic IPO + OpenAI 抢跑融资（估值或超 1.4 万亿美元）。这是 AI 融资链的定价锚，若 IPO 定价不及预期，新云 CDS 会再受冲击。

- 新云的资金链是最大暗礁：约 150 家 Neoclouds 中只有 10 家真正重要，占 1.5 万亿美元资本开支的 20%；超大规模厂商将出现 1200 亿美元负自由现金流、2028 年达 6000 亿美元；Neoclouds 融资利率已从 9% 升到 15%。标普也提示大型科技公司的 AI 相关潜在负债可能高于已知水平（暂不调评级）。跟踪指标：CRWV 的 CDS、GPU 租赁价格、以及"预付款占比"是否继续提升。

六、政策与内需：下一个增量窗口

- 发改委称将"根据需要及时出台新的增量政策"、正研究制定扩大内需战略实施方案；工信部正起草新一代智能制造政策，要求建设高质量工业数据集。政策落地的观察点是 11 月前后的国常会/部委细则，方向已明确为"AI+制造"与"数据要素"。

- 国家数据集团 10 月 20 日在雄安成立，主业为数据资源开发利用并明确写入"服务人工智能发展"，补上"国家+区域"双层运营体系。这意味着数据要素从"建规则"进入"做运营"，跟踪点是首批国家级数据资产入表/授权运营清单，以及出版、权威媒体等持有优质语料的标的能否拿到订单。

- 11 月 18 日无人机出口管制新规落地：续航门槛 1 小时→3 小时、喷洒载荷 20 升→80 升，民用/农林工业无人机出口审批大幅简化；但清单新增飞控自动驾驶仪、大功率电机、航空发动机、自主导航集群控制，技术外溢管控加强。利多整机出口、利空纯技术外溢型公司。

七、被忽略的天气与农产品线索

欧洲寒潮正在制造一条出口链：欧洲秋季急剧降温、阿尔卑斯山大雪，叠加天然气紧张（西北欧 10 月底储气率仅 63%、Dec26 TTF 报 88 欧元/兆瓦时，市场定价 51% 概率霍尔木兹 LNG 流量仅为正常的 25%），取暖油已涨 74.9%，德国、瑞士市场中国热泵缺货、订单排期到 2027 年。跟踪标的为日出东方、万和电气、鑫磊股份、迪森股份、彩虹集团（电热毯欧盟认证齐全）。

生猪去产能超预期，左侧窗口打开：Q3 末能繁母猪 3602 万头、环比 -4.7%（Q2 为 -3%）、同比 -10.7%，为正常保有量 3750 万头的 96.0%；涌益/钢联口径三季度去化 2.2%/4.4% 亦在加速。但猪价仍在 9.85 – 10.16 元/公斤的深度亏现金区间，自繁自养头均亏损超 200 元、断奶仔猪跌至约 100 元/头，行业亏损预计还要持续 1 – 2 个季度。跟踪点：Q4 能繁是否继续环比 -4% 以上、以及能繁数据与股价的领先关系是否重新生效。

八、需要提前设防的两件事

一是长端利率与油价的组合。WTI 已报 103.69 美元、单日 +2.25%，胡塞 48 小时内对沙特目标发动 6 次打击、沙特推迟 FII 至 2027 年；油价高企会同时压制估值与消费，是"AI 反弹"最容易被打断的外生变量。

二是AI投资的金融稳定性。周小川明确提出：巨额资金流向AI及基础设施，一旦部分投资失败引发金融动荡可能酿成危机，应做好预案、储备政策工具。配合丘栋荣式观点（AI同时满足"资本投入巨大、商业模式脆弱、持续大额融资烧钱"三个特征，任何估值都不适合做多，甚至会摧毁传统价值股的存量盈利），这是当前市场最尖锐的多空分歧。下周的观察点很具体：Meta的FCF是否为负、甲骨文的资本开支峰值怎么讲、CRWV的CDS是否回落。

各行业板块

煤炭

核心催化

- 成本中枢整体下移，为盈利留出空间。2025年样本动力煤加权销售成本270元/吨（同比-8）、现金成本296元/吨（-12）、完全成本331元/吨（-10）；焦煤样本销售成本463元/吨（同比-67）、现金成本509元/吨（-73）、完全成本583元/吨（-68）。成本下行意味着同等煤价下吨煤利润被动扩张。

- 兖煤澳大利亚三季度产量稳、销量弱。Q3原煤产量1660万吨（同比+5%）、商品煤1240万吨（同比+1%）、权益商品煤940万吨（同比+2%、环比-13%）；Q3权益商品煤销量900万吨（同比-16%、环比-23%），其中动力煤760万吨、冶金煤140万吨均同比-16%。

- 行业分化由资源禀赋决定：样本动力煤企吨煤销售成本区间93–388元/吨，跨度超过4倍，低成本矿的α远大于煤价β。

核心标的及逻辑

- 兖煤澳大利亚：前三季度权益商品煤累计产量2920万吨（同比+4%）、销量2880万吨（同比+6%），全年产销节奏稳健；Q3单季销量回落主要是发运与需求节奏问题，而非产能约束，Q4若销量回补则量价双修复。

- 低成本动力煤标的（成本处于区间下沿者）：在煤价窄幅波动环境下，吨煤净利对成本更敏感，成本下行10元/吨对应的利润弹性显著高于同行。

行业趋势

煤炭当前处于"价格弹性弱、成本弹性强"的阶段。2025年成本普遍下行反映的是开采条件改善、人工与材料支出压缩以及高成本产能退出，这一趋势在2026年仍有延续性。中期看，动力煤需求端受火电出力与化工用煤支撑、供给端受安监与超产整改约束，价格大概率维持区间运行，板块的投资逻辑更偏向"高股息+成本领先"而非价格博弈。

石油石化

核心催化

- 油价重新站上三位数。WTI原油期货一度涨1.81%报100.32美元/桶、升破100美元关口，布伦特涨1.54%报111.23美元/桶。驱动是供给端扰动持续放大：也门胡塞武装称过去48小时内对沙特境内石油设施、航空设施与军事目标发动6次打击，沙特将一年一度的未来投资倡议大会推迟至2027年，并延长主要机场航班起降限制。

- 欧洲天然气库存处于2021年以来同期最低。截至10月15日欧洲天然气库存840.8TWh，同比低104.2TWh，较俄乌冲突初期的2022年同期低186.7TWh，库容率仅73.46%；高盛口径预计10月底西北欧储气率63%（前值62%），挪威产量回升带来边际改善但仍不足以保证冬季供应安全。

- 气价已突破一季度高点并创年内新高：JKM、TTF分别达7.15、6.99元/方，较二季度均价大涨67%、85%，同比上涨153%、149%；Dec26 TTF合约报88欧元/兆瓦时，市场定价反映51%概率霍尔木兹LNG

流量仅为正常情景的 25%。

核心标的及逻辑

- 首华燃气：气价上行周期中弹性最大的上游标的之一，自有气源在"放量降本"战略下单位成本持续下行，气价每上涨 0.1 元/方对利润的边际贡献显著；公司同时明确铝土矿等非核心投资因未达回报率要求而未投入，资本纪律较好。

- 炼化一体化标的：油价上行对炼化是成本压力、对上游是价格弹性，需区分结构；具备上游资源或长协气源的公司在本轮气价上行中受益更直接。

行业趋势

油气板块当前的核心变量不是需求而是供给扰动与运输风险。霍尔木兹 LNG 流量的尾部风险已被市场以 51% 概率定价，意味着气价的风险溢价短期难以消退；欧洲冬季若出现寒潮叠加库存低位，TTF 仍有上行空间。国内层面，油价站上 100 美元会同时推升化工成本与通胀预期，对下游制造是压制、对上游资源是支撑，行业内部的利润再分配会比价格本身更重要。

有色金属

核心催化

铜的逻辑被高盛重新上调：因美中两国对铜资源的竞争加剧，美国以外市场缺口从原先预测的 64 万吨扩大至约 95 万吨，2026 年末铜价预测上调至 14700 美元/吨。这不是需求侧的普涨，而是"关税与资源安全把库存锁在美国境内、非美市场被动短缺"的结构性错配，意味着非美升水与现货紧张会先于价格总量体现。

小金属的催化来自管制与断供两条线。两部门 10 月 19 日宣布强化两用物项管控，国金金属据此提示复合氧化锆可能迎来"类六氟化钨时刻"——锆从传统陶瓷切入 SOFC、MLCC、光通信陶瓷插芯等高端场景，一旦出口管制落地，海外替代难度大、价格弹性显著。同期英国金融时报报道，日本关键金属钇（yttrium）库存恐在数月内耗尽，最快年底出现短缺，日本政府官员与贸易商已确认这一判断，稀土磁材与荧光材料的供应风险重新定价。

铜箔侧则是 AI 服务器规格升级的直接受益环节。覆铜板一般占印制电路板原材料成本的 40% – 60%，铜箔又占覆铜板成本的大头，产品规格已越来越跟随 AI 服务器迭代节奏，超高轮廓极低铜箔（HVLP）成为国内厂商卡位重点。

核心标的及逻辑

金田股份：2026 年三季报显示前三季度营业总收入 1222.29 亿元同比 +33.20%，归母净利 7.13 亿元同比 +21.18%，AI 算力铜材显著放量是核心增量。收入增速远高于利润增速，说明加工费仍在低位、以量补价，后续看点在高端铜材占比提升带来的吨毛利修复。

紫金黄金国际：Q3 归母净利 5.64 亿美元，环比 -12%、同比 +47%，低于瑞银预期的 6.50 亿美元，前九个月盈利仅达市场全年预期的六成左右，全年指引承压；但 AISC 因特许权使用费下降而走低，成本端是亮点。瑞银与摩根大通均提示产量不及目标，短期股价压力来自产量而非金价。

德福科技：PCB 铜箔超高轮廓极低铜箔出货爬坡、产品结构升级带来业绩拐点，国内本土厂商中布局领先；机构首次覆盖给予增持评级，2027 年 12 月目标价 108 元。核心变量是 HVLP 在 AI 服务器主板与高多层板的验证进度。

永茂泰（605208）：中信主题策略"轻金属跨界"重点品种，特斯拉 Roadster 是本轮轻量化最直接的催化，镁合金业务叠加机器人第二曲线，属于事件驱动型的弹性标的。

行业趋势

有色这一轮的定价权正从"宏观流动性"转向"供应链安全"。铜的关键词是非美短缺与库存地理错配；锆、钇、稀土的关键词是出口管制与海外断供；铜箔的关键词是 AI 规格升级带来的结构性紧缺。三条线的共同点是——价格弹性来自供给端的一次性收缩，而非需求的持续扩张，因此行情往往急促而剧烈。风险在于：一旦美中贸易摩擦出现阶段性缓和，囤积性库存回吐会让价格快速回落；同时金价若在高位震荡，紫金类公司的产量问题会被放大审视。

钢铁

核心催化

- 冷轧不锈钢龙头向高附加值新材料延伸。甬金股份布局 10 大不锈钢生产基地、年产能超 400 万吨，市场份额领先；海外越南已完成超 50 万吨产能布局，泰国、土耳其项目推进中，海外盈利能力优于国内。

- 公司依托精密不锈钢冷轧加工的技术与成本优势深度绑定下游头部客户，同时把工艺能力迁移到钛材、复合金属等高端新材料，试图把"加工费生意"升级为"材料生意"。

核心标的及逻辑

- 甬金股份：三条成长线同时推进——①不锈钢主业靠海外产能（越南 50 万吨已达产、泰国与土耳其在建）获取高于国内的加工利润；②钛材定位"潜在高端钛合金龙头"，卡位 3C 级高附加值产品，打开单吨盈利空间；③复合金属材料形成多维成长。核心逻辑是冷轧工艺的可迁移性：同一套精密轧制与表面处理能力在不锈钢、钛材、复合材料之间复用，资本开支效率高于新建产能。

- 当日帖未提及其它钢铁标的。

行业趋势

钢铁板块当日缺乏总量层面的新增信息（无粗钢产量、库存、钢价新政等更新），可跟踪的只有不锈钢加工这一细分。中期看，普钢仍受制于需求偏弱与利润薄，而高端不锈钢冷轧、钛材等"材料升级"方向的加工费溢价更稳定；出口方面，海外基地布局是规避贸易壁垒、获取区域溢价的关键，越南、泰国、土耳其的产能节奏值得持续跟踪。

基础化工

核心催化

- 制冷剂 2027 年配额政策正式落地，外贸数据明显改善。9 月 R32 出口量 4354 吨、环比 +70.1%（年内单月最高），同比 -34.3% 但降幅已大幅收窄、为年内最小；R134a 出口量 9089 吨、环比 +23.4%、同比 -5.3%，延续稳健。均价小幅下调约 200 元，主要是前期积压低价订单释放与年底让利走货，浙江价格依然强势，属正常波动。

- 农药"双草"报价加速上行。10 月 19 日草铵膦原药工厂排单、货源紧张，报价 7 万元/吨（周环比 +1 万元）；精草铵膦折百报价 8 万元/吨；草甘膦 2.95 万元/吨（周环比 +0.15 万元），厂家挺价意愿强烈；功夫菊酯 10.8 万元/吨（周环比 +0.2 万元）、联苯菊酯 12.8 万元/吨。国内农药资本开支高峰期已过、硝化反应监管趋严，供给端约束强化。

- 铪价同比接近翻倍。截至 10 月 20 日铪金属海外报价 9807 美元/千克（折合约 6700 万元/吨），同比 +93.2%，受益于先进制程与存储芯片扩张、供给增量有限。

核心标的及逻辑

- 三祥新材：锆铪分离项目已进入关键施工节点、核心工序处于调试，公司通过优先调试铪精萃线并试产电子级氧氯化铪，已实现电子级氧氯化铪产品产出；项目拟于 2026 年 12 月 3 日进入下一阶段。逻辑是"AI 存储/半导体扩张→铪需求拓宽→供给刚性→涨价延续"，公司是少数具备锆铪分离产能的标的。

- 制冷剂龙头：2027 年配额落地意味着供给格局锁定，出口环比大幅改善 + 浙江价格强势，旺季前配额稀缺性会被重新定价；关注 R32、R134a 配额占优的企业。

- 农药标的：草铵膦周涨 1 万元/吨是最直接的价格信号，精草铵膦、草甘膦同步挺价，具备原药产能与出口渠道的企业弹性最大。

行业趋势

基础化工呈现"供给约束型涨价"的共性特征：制冷剂靠配额、农药靠资本开支周期见顶与环保监管、铪靠资源稀缺，三者都不是需求爆发驱动，而是供给端先收缩。这类涨价持续性通常好于需求驱动型，但也意味着下游接受度是天花板——农药若涨速过快会抑制制剂端采购，制冷剂则要看空调排产与出口节奏。中期最值得跟的是配额类品种（制冷剂）与半导体材料类品种（铪、电子级氧氯化物），前者看政策、后者看 AI 资本开支。

建筑材料

核心催化

- 电子布/玻纤的涨价在三季报集中兑现。中国巨石 Q3 单季营收 69.19 亿元（同比 +44.3%、环比 +17.7%）、归母 24.12 亿元（同比 +173.8%、环比 +44.8%）、扣非 24.06 亿元（同比 +164.0%、环比 +47.4%）；单季毛利率 51.2%（同比 +18.4pct、环比 +6.6pct）、净利率 34.9%（环比 +6.6pct）。前三季度营收 180.78 亿元（+30.0%）、归母 53.46 亿元（+108.2%）。业绩拆分：电子布 3 亿米 × 单米净利 5.6 元 + 粗纱 83 万吨 × 吨净利 950 元 + 风电 0.2 – 0.3 亿元 - 汇兑影响。

- 公司同步官宣十五五目标：粗纱总产能超 450 万吨、电子布超 20 亿米；电子布高端品比例突破 35%，新建产能向薄/超薄布倾斜，1080 及以下产能增长超 4 倍；AI 布份额突破 15%。当前 1080 及以下年产能超 1.2 亿米，106 已放量供应、1037 客户认证中、1027 具备量产条件。

- 玻璃基新材料的两条外部线索：松下控股将于 2029 年 4 月在日本开始全面生产玻璃型钙钛矿太阳能电池，比原计划提前一年；奥来德玻璃基板方向推进 PSPI、低应力膜及配套设备，首台低应力膜设备订单正在讨论中。

核心标的及逻辑

- 中国巨石：时点年化对应 PE 仅约 10x，Q3 归母落在业绩预告上限、扣非落在下限，符合预期。核心逻辑是电子布涨价已经进入报表而非预期——单米净利 5.6 元的水平在十五五高端化（薄布、AI 布）推进下仍有提升空间，20 亿米的产能目标意味着量的天花板也被抬高。

- 奥来德：OLED 材料端首款发光材料预计 2026 年 Q4 在京东方放量，蒸发源在手订单接近 2.5 亿元；京东方八代线一期 2026Q3 已投产、二期可能 2027 年下半年投产，设备与材料双线受益；玻璃基板方向的 PSPI、低应力膜打开第二成长曲线。

- 钙钛矿方向可跟踪玻璃型路线的产业化节奏（松下 2029 年 4 月全面量产），国内玻璃基钙钛矿配套企业存在映射机会。

行业趋势

建材板块当前的主线不是地产链（水泥、玻璃需求仍受地产投资 -20.6% 拖累），而是电子布/玻纤的 AI 化。AI 服务器规格升级→低介电与超薄布紧缺→连续提价→单米净利跳升，这条链条的确定性已被三季报验证。中期看，供给端新增产能集中在薄布与 AI 布，普通粗纱仍过剩，行业内部会持续分化；玻璃基板、钙钛矿玻璃等"新材料属性"的品类则提供了独立于地产周期的成长逻辑。

电力设备

核心催化

- 逆变器出口大幅回升。9 月逆变器出口 11.82 亿美元，同比 +65.83%、环比 +17.64%；1 – 9 月累计 88.10 亿美元、同比 +30.34%。结构上欧洲同环比大幅回升，亚洲、非洲同比高景气，大洋洲同比下滑，美洲同环比

修复；亚洲单月 3.75 亿美元（同比 +58.0%、环比 +5.6%），其中印度 1.03 亿美元（同比 +176%、环比 +24%）、日本 0.31 亿美元（同比 +52%、环比 +38%）、沙特 0.22 亿美元。

- 电力现货市场基本规则公开征求意见，三处关键变化：支持新能源配储联合参与现货市场、推动辅助服务市场与现货市场联合出清、明确省间电力现货结算方式。配套的十五五政策方向是"促消纳"——新建集中式风光电站置信出力原则上不低于 10%、鼓励超 20%；到 2030 年独立储能顶峰 1.4 亿 kW/等效 4 小时（2025 年底累计时长 2.5 小时）。

- 发改委发布首批 136 项标志性重大应用场景项目，电力领域提及冀北亿千瓦级新能源服务京津冀能源绿色转型、新型储能电力系统应用场景等，电力投资被明确定位为扩内需的关键支柱之一。

- 美国高压禁令的 178 份意见整体指向"宽松"（针对落实 14421 号行政令的 RFI），变压器出口链预期改善。

- SOFC 的产业趋势在加速：2025 年 SOFC 更多是燃机外溢需求，2026 年燃机环保与审批问题凸显，Oracle、Nebius 开始转向 SOFC 替代燃机，2027 年放量的 800V DC 将直接受益。

核心标的及逻辑

- 宁德时代（电池）：Q3 收入 1652 亿元（同比 +59%、环比 +12%）、归母 212 亿元（同比 +15%、环比 -6%）、扣非 189 亿元（环比 -10%）；确收量超 260GWh（动力约 3/4、储能约 1/4），储能增速快于动力；公司称 Q4 排产同环比均增长、2027 年需求增长 20% – 30% 仍是不难实现的目标。单 Wh 盈利下降主因产品结构（低附加值占比提升）、出口退税下调与消费税。10 月 19 日引望、宁德时代、时代电服签约，乾崑智驾与巧克力换电网络打通，实现 99 秒无感换电。

- 尚太科技：Q3 营收 25.92 亿元（同比 +22.4%、环比 +12.0%）、归母 3.50 亿元（同比 +50.9%、环比 +59.9%）、扣非 3.15 亿元（环比 +40.6%），Q3 负极销量约 11 万吨（Q1/Q2 为 9.6/10.3 万吨），单位盈利修复趋势明确。

- 璞泰来：Q3 营收 57.44 亿元（同比 +53%）、扣非 8.07 亿元（同比 +35%、环比 +23%）、毛利率 29%（环比 +5.7pct）；涂覆加工全年约 170 亿平（+55%）、基膜约 25 亿平（+67%），年底释放 20 亿平基膜产能、2028Q1 累计新增 92 亿平。

- 富临精工：行业唯一全产能布局高压实铁锂，四代批量供应宁德、五代行业唯一量产供货；Q3 铁锂出货 12 – 13 万吨、单吨盈利展望 2500 元/吨以上，盈利中枢预计超 3 亿元，大客户已完成 100% 成本传导。

- 湖南裕能：26Q2 铁锂单吨扣非约 0.44 万元，长期保持较同行 2000 元/吨以上的单位利润领先，YN 系列压实密度 2.6g/cm ^{3} +、支持 6C 快充。

- 三一重能：Q3 营收 66 亿元（环比 -1.5%）、归母 1.37 亿元（环比 +155%）、毛利率 10.85%（环比 +4pct）；前三季营收 172 亿元（同比 +19%）、归母 3.71 亿元（同比 +204%），盈利回暖趋势确立。

- 思源电气、蔚蓝锂芯：当日调整更多是三季报预期的自发修正（思源不沟通业绩指引，或与国内主网 Q3 发货偏少、海外海运影响有关），中期产业趋势未变。

行业趋势

电力设备的分化极其明显：出口与新技术方向好于国内总量。逆变器出口同比 +65.8% 说明海外（尤其印度、中东、欧洲）装机与补库仍在高位；储能从"政策配套"转为"现货市场可交易资产"，配储联合申报和辅助服务联合出清会实质提升储能收益率。电池链的核心矛盾已从需求转向盈利——2027 年全球 EV 与 ESS 需求增长仍 >20%，但消费税、出口退税下调与贸易壁垒正在重分配利润池，单 Wh 净利比出货量更重要。SOFC、800V 直流、变压器出口是三条独立于总量的新技术/出口线索。

机械设备

核心催化

- 春风动力 Q3 业绩加速，出口链的"退税增厚"需剔除看。Q3 营收 75.56 亿元（同比 +49.9%）、归母 9.56 亿元（同比 +131.3%、环比 +48.9%）、扣非 5.09 亿元（同比 +27.5%、环比 -19.6%）；其中出口退税贡献 3.98 亿元（非经常性损益 4.47 亿元主要构成是美国关税退税及利息 6.24 亿元的一部分），剔除退税后单季利润 5.59

亿元、同比 +35%，剔除后毛利率 26%、同比基本持平——公司用产品结构改善抵消了 1pct 人民币升值的负面影响。9 月数据同样强劲：燃油摩托销量 3.5 万辆（同比 +108.2%）、出口 2.4 万辆（+130.9%）、250cc 以上 1.9 万辆（+41.7%）、电动摩托 5.2 万辆（+62.9%）、全地形车国内工厂出货 3.0 万辆（+79.8%、环比 +27%，Q1 – Q3 累计 +48%）。

- 工信部正在起草新一代智能制造政策措施，明确以新一代智能制造为主攻方向，推动 AI 与制造业全链条深度融合，要求建设高质量工业数据集，围绕智能排产、参数调优、缺陷检测、设备运维实施"模数共振"。中控技术在宁波工业 AI 成果发布会展示 TPT 工业大模型与 AOP 工厂自主运行应用，工业 AI 已从"辅助预测"进入闭环控制；IDC 口径 2025 年中国工业 AI 应用比例升至 47.5%，2026 年有望超过 50%。

- PCB 喷墨成为设备端的新切口。宏华数科以不到 1.5 亿元对价拿下汉印 55% 股权（大部分为增资款、仅少量收购老股，创始人不套现、碳化硅资产将剥离）；汉印 2025 年 PCB 相关设备及耗材收入约 1.5 亿元、嘉立创为第一大客户（占比约十几个百分点），2026 年销售目标最少 3 亿元。PCB 喷墨当前渗透方向为符号喷印、阻焊、夹层三段。

核心标的及逻辑

- 春风动力：摩推出海+全地形车双轮驱动，9 月出口同比 +130.9%、全地形车同比 +80%，爆款 U10pro 持续发力；剔除退税后仍 +35%，说明增长不是一次性因素。需注意 Q4 起退税基数效应消退后的真实增速。

- 思看科技：物理 AI 的底层是三维感知，公司工业级 3D 扫描仪达 0.02mm 精度、486 万次测量/秒，正对接多个头部工业/人形机器人厂商；与拓竹合作的首款消费级 3D 扫描仪 11 月发布。测算逻辑：拓竹 Makeworld 3D 资产社区年新增约 1500 万件模型、假设每台扫描仪年产 20 个资产，对应约 75 万台需求，按 30x PE 对应 450 亿元市值空间。

- 宏华数科：主业见底的喷墨巨头借收购正式踏入 PCB 喷墨印刷，汉印因碳化硅投资亏损导致资金紧张、被宏华以低成本收入，属于"低谷并购+赛道切换"的典型；PCB 产能不足与省材料的痛点使数码喷印有替代丝网印刷的现实需求。

- 中控技术：TPT 工业大模型已在镇海炼化 4000 万吨炼化项目落地（异常工况前置预警等三大功能），工业 AI 从软件展示走向标准化交付，是"AI+制造"政策最直接的对标标的。

- 奥普特：27 年苹果 3C 大年带动后道组装检测需求，前道 3D 打印高端中框、折叠屏铰链带来 3D 打印视觉检测爆发，公司卡位打印过程机器视觉监测 2.0 系统核心份额；同时半导体、光模块、PCB 新市场多点开花。

- 涛涛车业：董事长提议回购 5000 万 – 1 亿元用于股权激励；新业务燃气轮机发电进展超预期，预计 2027 年产能达 300MW 以上（上海极帆负责成撬集成与航改燃核心机，美国负责总装测试与大修）。

- 岱美股份：全球汽车遮阳板龙头、市占率接近 40%，头枕由间接供货转直接供货有望 +20% 空间，北美墨西哥收入占比 80%+、净利率 10 – 15%，预计 26 年利润约 11 亿元，是 T 链估值最低的标的之一。

行业趋势

机械板块当日呈现两条并行的逻辑。第一条是出口链的盈利质量重估：春风动力、涛涛车业等美国出口占比高的公司 Q3 表观利润被关税退税显著增厚，市场会逐步转向"剔除退税后的真实增速"定价，产品结构升级与海外产能布局是区分优劣的关键。第二条是具身智能带来的设备增量：3D 视觉/扫描（思看、奥普特、凌云光）、数据采集（德马科技）、精密加工耗材（刀具、丝杠）都属于"卖铲子"环节，确定性高于本体。中期看，工业 AI 的渗透率从 47.5% 向 50%+ 迈进，流程自动化与工业软件的订单能见度在改善。

国防军工

核心催化

- 军贸迎来密集展示窗口。10 月 20 日来自墨西哥、津巴布韦、意大利、古巴等 50 余个国家驻华空军武官或负责空军事务的国防武官应邀赴天津参访空军八一飞行表演队。飞行表演与航展历来是军贸的重要销售渠道——此前 K8 教练机依托航展与飞行表演累计出口 14 国、350

余架，并在海外落地产线与大修线。珠海航展在即，军贸订单预期升温。

- 无人机出口管制优化，11 月 18 日正式落地。续航管制门槛由 1 小时上调至 3
小时、布撒系统（喷洒载荷）容量门槛由 20 升放宽至 80 升，并新增通用许可便利通道，利好国内普通民用与农林工业无人机出口；红外方向边际中性偏松（一直在限制清单、此次无更新表述，但有望受益民用无人机出口放宽）。

- 但技术外溢管控反而加强：管制清单新增覆盖飞控自动驾驶仪、大功率电机、航空发动机、自主导航集群控制等核心软硬件技术。政策是"整机放宽、技术收紧"的结构。

核心标的及逻辑

- 中航成飞：歼-10C 是我国未来飞机出口的拳头产品，已出口巴基斯坦、乌兹别克斯坦，意向客户包括印尼、孟加拉、阿塞拜疆、阿尔及利亚；此次 50
余国武官团（含意大利、墨西哥、古巴）参访是直接的展示窗口，配合珠海航展的订单预期，构成事件驱动。

- 北方导航：底部品种，前一日接近涨停，属于军贸+导航控制方向的价格弹性标的。

- 睿创微纳：公司自定位"物理 AI 端到端多维感知芯片与系统方案供应商"，为机器人提供红外/可见光、4D 毫米波、激光等多维感知芯片硬件平台及以 AI 大模型为底层的多维感知
AIOS，实现"感知—决策—执行"闭环；在智能驾驶领域已与超 20 家客户合作。27 年约 15x PE
是当前军工电子里估值与成长匹配度较好的标的。

- 无人机产业链：整机出口审批简化直接受益；反无人机（激光对抗、电磁对抗）方向同步受益于装备需求，相关公司特种通信、电磁对抗技术储备扎实。

行业趋势

军工当日盘面表现一般、操作难度大——昨天高开今天低开，红绿两天换一批，追高极易被套。基本面上，军贸是 2026 年最确定的边际变化：航展窗口 + 武官参访 + 出口管制优化三者叠加，但订单落地有节奏、股价往往先于订单反应。中期看，"整机放宽、技术收紧"的管制思路意味着整机厂与系统集成商受益大于单一大部件供应商，红外、导航、集群控制等"卡脖子"环节的国产替代属性反而更强。物理
AI/机器人带来的多维感知需求，是军工电子公司的第二成长曲线。

汽车

核心催化

- "金九"成色不足，出口是唯一强项。9 月中国汽车批发销量同比 -9.6%、国内零售销量同比 -26.8%，出口同比 +64.2%。国内零售的降幅远大于批发，说明渠道在去库存而非终端真实需求崩塌；出口的高增长则对冲了国内压力。

- 10 月订单环比走弱、车企分化。Citi 经销商调研显示 10 月前 18 日电动车行业订单环比
-10%（剔除小米高基数后环比持平），不及历史季节性；理想、小米订单环比 -49%、-58%
大幅低于预期，吉利银河、零跑、极氪、特斯拉环比 +36%、+34%、+16%、+1%
超预期；零跑、小米是仅有同比正增长品牌（+24%、+133%）。9 月订单销售比 1.06x（环比 +7%、同比 -26%），小米/理想/比亚迪/小鹏均高于 1x。锂价环比 -23%，缓解部分成本通胀压力。

- 中欧插混方案初步落地：预计每年给予中国 35 万辆配额并每年递增 6%，将推动欧洲整车厂竞争力修复，国内动力电池龙头有望成为重要受益者——欧洲客户更看重产品力与长期可靠性，愿意为优质电池付溢价。

- 奇瑞管理层交流给出应对路径：出口退税退坡下，海外新能源购车群体与燃油车人群互相独立，行业若适度共同调价，对中国车整体冲击有限；属地化制造是长期核心方向，现有海外工厂 25 座、明年底超 30
座，今年海外 CKD/SKD 占出口 50%、目标明年提至 65% – 75%；西班牙合作工厂接手不到 4
个月已启动生产，现阶段可用产能 10 万台、后续可扩至 20 万台。

核心标的及逻辑

- 继峰股份：10 月 19 日公告拟以 2 亿元认购视联基金扩募全部新增份额，基金认缴总额由 4.24 亿元增至 6.24 亿元、公司出资占比 32.05% 为单一最大出资方；视联基金唯一对外投资为浙江康代智能（持股 33.33%），后者是机器视觉工业自动光学检测（AOI）设备厂商，CIMS 前身为 1987 年在以色列成立的 Camtek（2017 年 Camtek 将该业务剥离）。这是座椅件公司向"汽车+机器人视觉检测"的延伸。

- 双林股份：反向式行星滚柱丝杠国产替代先锋，自研产品达 C3 精度、已获国内头部客户订单；当前 Optimus 产量较 Q2 数十台周产已提升 10 倍以上，千台以上产能爬坡仍受手部装配、供应链配合与良率约束，Q4 是产能爬坡关键验证期。

- 光洋股份：交叉滚子轴承唯一国内量产上市公司，已进入 T、宇树、智元等主流机器人本体；T 客户在手订单 ASP 约 5000 元（10 余款、39 个型号，其中交叉滚子轴承 7 个），后续目标做到 T 全套轴承、价值量约 1.5 万元；T 客户已产生收入，26 年财报会体现，今年预计 T 机器人收入 2500 – 3000 万元。

- 岱美股份：全球遮阳板龙头（市占率近 40%），头枕由间接供货转直接供货有望 +20%，墨西哥基地贡献 80%+ 收入、净利率 10 – 15%，预计 26 年利润约 11 亿元，T 链最低估值。

- 永茂泰：特斯拉第二代 Roadster 于 10 月 15 日在得州亮相，全车大范围使用镁、钛、碳纤维减重、官网明确 2028 年启动量产，"减重"从成本项变成性能刚需，镁合金是弹性最大的材料环节；公司 2026H1 对拓普集团供应铝合金 2.31 万吨、同比 +300%，铝液直供是 T 链降本最现实路径。

- 德尔股份：在美国设立 Maxxell 拓展机器人电机及执行器业务，股权激励对象 WANG 曾任特斯拉电子设计工程高级经理；旗下卡酷思已为 Model Y、Cybertruck 供应降噪、隔热及轻量化产品，北美 4 座工厂具备本土配套能力。

行业趋势

汽车板块正处在"国内需求偏弱、出口与属地化对冲、机器人打开第二曲线"的三重叠加期。国内零售 -26.8% 与批发 -9.6% 的差值说明渠道压力仍在，10 月订单环比 -10% 意味着四季度销量难有惊喜；出口 +64.2% 是唯一亮点，但出口退税 13%→9%（2027/4/1）会压缩 2027 年利润，车企的应对只能是属地化生产与提价传导。真正被资金定价的是"汽车零部件→机器人零部件"的迁移：丝杠、轴承、电机、执行器、镁合金轻量化，这些环节的估值锚已经从汽车 PE 切换到机器人弹性，需注意量产节奏证伪的风险。

计算机

核心催化

- 国产算力出现首个数百亿级租赁长单。协创数据全资子公司协创智算与客户签署 374.9 亿元算力服务订单，为国产卡、期限 5 年、净利率 12%+，预计每年贡献利润 9 亿元以上。这是国产算力从"卖设备"走向"卖服务"的标志性订单，也把算力租赁的盈利模型第一次以长单形式锁定。

- "十五五"算力网新增投资 4 万亿元。"六张网"建设加快推进，发改委此前明确"十五五"时期算力网是重点；中科曙光树立十万卡集群标杆。大摩的测算更具体：2026 – 2030 年中国 AI 相关资本开支累计 8.5 万亿元，推动国内算力总容量升至 2030 年约 81GW，其中本土新增约 55GW；AI 时代机柜密度从 5kW 跃升至 10 – 30kW，单笔超大规模订单从 5 – 20MW 级放大。

- 国家数据集团在雄安成立，定位为以数据资源开发利用为主责主业的中央企业，成立目标明确写入"服务人工智能发展"。过去国家数据局负责"管规则"、地方数据集团已超百家，缺的是国家级运营主体，此次补齐"国家+区域"双层运营体系，数据要素从制度设计走向实体运营。

- 工信部起草新一代智能制造政策，要求建设高质量工业数据集，围绕智能排产、参数调优、缺陷检测、设备运维实施"模数共振"。

核心标的及逻辑

- 协创数据：374.9 亿元国产卡算力长单落地，5 年期、净利率 12%+、年利润 9 亿元以上，从"硬件代工"切换为"算力供给+服务"双轮驱动；长单的可融资性显著优于零散订单，是当前算力租赁板块最具确定性的业绩锚。

- 中科曙光：十万卡集群标杆，直接受益"十五五"算力网 4 万亿投资与国产算力集群化交付。

- 摩尔线程：全功能 GPU（AI
计算+图形渲染+科学计算+物理仿真+视频编解码），与京东云合作拟建十万卡集群，MTT S5000
智算集群已在北京、无锡、杭州等地完成部署交付；国产训练级 GPU 的稀缺性是其估值基础。

- 燧原科技：腾讯为第一大股东兼第一大客户（2025 年直接销售占比 77.58%），2025 年 AI 加速卡及模组销量 6.6 万张、中国 AI 加速卡市占约 1.7%；拥有不依赖 CUDA
生态的全栈软件平台，第五、六代芯片在研。深度绑定腾讯是其最大 α 也是最大风险。

- 润建股份：全资子公司五象云谷（南宁）设国际通信出入口局、15
条跨境光缆直连东南亚，到新加坡时延不到 20ms（经香港中转超
100ms），是全国范围内独家获批开展"来数加工"业务的企业——用中国的推理成本在海外按 Token
收费，赚价差。

- 移远通信：Q3 营收 85.39 亿元（同比 +35%）、归母 6.09 亿元（同比 +132%），在 Q2
高基数下仍环比增长，端侧 AI 模组的 alpha 明确。

- 海康威视：Q3 收入与扣非净利润加速，2026H1 国内主业收入同比
+4.98%、三大事业群增速同步转正；观澜大模型推动主业从安防延伸至质检、防错、设备管理，2027 年 PE 仅约 15x。

- 力合微：端侧 AI
从"拼算力"转向"拼互联"，电力线通信在穿墙、弱网、离线场景具备差异化，大客户合作密集落地。

行业趋势

计算机板块当日的主线不是软件，而是算力供给的资产化：协创的 374.9 亿长单、十五五 4 万亿算力网、国家数据集团的运营化，三者共同指向"算力与数据从项目制变成可运营资产"。模型侧则出现明显分化——DeepSeek 开源 DeepInfer 推理框架与 deepseek-recipe（分享 V4.1 Flash 线上部署经验、适配昇腾），MiniMax M3.1 Flash 以 AutomationBench 62.2 超过 DeepSeek V4.1 Flash 的 60.5、OSWorld V2 61.7 位列国产第一、单任务成本仅 0.04 美元，竞争焦点已从参数转向"单位任务成本"。AI 安全开始被当作基础设施：Agent
越权风险持续暴露（OpenAI 已向 100 多家组织通报智能体异常活动），英伟达推出 Open Agent Safety Platform（OpenShell+Sentry）。中期看，国产算力的瓶颈仍在互联与软件生态碎片化，但推理侧替代进度会显著快于训练侧。

电子

核心催化

- 成熟制程供需矛盾进一步恶化。德银与 dbDataInsights 合作的经销商渠道调研（覆盖 1500+ SKU）显示，10 月芯片供给紧张加剧、成熟制程价格上行，短缺已从受 AI
需求影响较大的落后工艺品类扩散到全品类成熟节点；功率分立器件交期已达 40 – 52 周，碳化硅 MOSFET 需求回升。银河微电业绩趋势印证了这一判断，富满微、明微电子被视为 21 年业绩弹性的对标标的。

- SiC 进入业绩兑现期。天岳先进 Q3 单季营收 6.46 亿元（同比 +102.9%、环比 +17.9%）、归母 0.86 亿元同比扭亏、扣非 0.96 亿元、扣非净利率约 14.9%，单季收入利润均创历史新高；毛利率 27.46%（同比 +6.87pct、环比 +2.1pct），Q1/Q2/Q3 毛利率环比分别改善 25pct/6pct/2pct。驱动是新能源汽车 800V 高压平台渗透率提升带动车规级需求，叠加 AI 算力对功率器件的增量。

- 存储：现货紧、股价先跌。TrendForce 预计 4Q26 传统 DRAM 合约价环比上涨 10% – 15%；美光认为 2027 – 2028 年供需较 2026 年更紧，海力士强调 AI 与传统存储需求同步扩张，三星预计服务器 DRAM 与 HBM 继续供不应求。但三大存储厂股价自 9 月高点已回调 42%，SK 海力士与三星自 6 月高点跌幅均超 50%，按 2027 – 2028 年一致预期 EPS 计算 PE 仅 2 – 3 倍（历史上行周期为 4 – 7 倍）。

- 光模块的需求能见度仍在拉长。AAOI 口径：800G 今年出货 60 – 70 万只、明年预计 500 万只、后年约 700 万只；1.6T 明年需求可能达每月 10 万只（主要对应 Oracle 项目，AWS 尚不明确）；400G 今年约 120

万只、明年约 240 万只；ELSFP（400mW 大功率激光器封装）明年 Q4 开始爬坡、后年 Q1 末单月接近 50 万只、全年约 500 万只、售价约 500 美元。

核心标的及逻辑

- 天岳先进：SiC 衬底龙头，连续三季营收利润环比上行，Q3 扣非净利率 14.9%验证"产能紧缺下的龙头定价权"；产品结构向车规级 800V 与 AI 电源用高压产品改善，是 AI 电力链最上游的关键材料。

- 西安奕材：Q3 营收 10.6 亿元（同比 +68.5%）、归母 4.4 亿元同比扭亏（含参加长鑫战略配售的 5.7 亿元公允价值变动收益），扣非 -1.5 亿元、亏损缩窄 31%、扣非净利率同比 +20.8pct；期末出货量突破 110 万片/月、满稼动，外延片单 Q3 营收 3.3 亿元（同比 +162%）；公司表示 2027 年涨价已协商完成、将于 2027 年体现。

- 视涯科技：字节下一代 PICO 头显核心 MicroOLED 拟由视涯供货，单眼规格或提升至 4K×4K；成本对比极具冲击力——索尼方案双屏成本约 700 美元，视涯方案双屏约 3000 元人民币，规格更高而成本更低，是 XR 国产替代最核心的显示环节。

- 共达电声：主攻薄膜铌酸锂材料及硬脆材料精密加工，依托大股东半导体产业资源；义乌产线目标 2027Q2 开始供货、泰国项目预计 2027Q4 投产，产能节奏清晰。

- 三孚新科：PCB 资本开支持续落地，下游对 40:1 高纵横比高端电镀设备需求快速提升（电镀时间从几十分钟拉长至数小时），头部供应商交期拉长至 9 个月以上；公司高端电子电镀设备即将通过大客户认证，在英伟达供应链的认证进展积极。

- 奥来德：首款发光材料预计 2026Q4 在京东方放量，蒸发源在手订单接近 2.5 亿元；京东方八代线一期 2026Q3 投产、二期或 2027 年下半年投产，玻璃基板方向推进 PSPI、低应力膜及配套设备。

- 国科微：SoC 板块大涨中受益，围绕品牌客户推进项目，新品验证与导入推动扫地机器人、智能床垫、两轮车等新增量，并通过长期合作保障代工与存储供应、具备成本优势。

- 影石创新：盘中涨超 10%、自底部涨幅达 27%，催化是影翎发布无人机新品 + 存储企业股价回调缓解原材料涨价担忧；公司消费级影像设备 26Q2 毛利率自 2024 年以来已回落 12.3pct，其中原材料涨价影响约 10.0pct、产品结构变化约 2.0pct，毛利率弹性较高。

- 模塑科技：联合电子皮肤龙头 HWK 送样北美，HWK 柔性传感器营收 2 亿元+、国内机器人客户 100 余家、今年机器人电子皮肤收入 5000 万元、国内市占率 60%，T 客户新订单可期。

行业趋势

电子板块当前是"三紧一松"：成熟制程紧（交期 40 – 52 周）、SiC 紧（产能紧缺+800V 渗透）、存储紧（4Q26 合约价 +10 – 15%），而消费电子终端需求偏松（手机、PC 分化）。这种结构决定了涨价链（功率、SiC、存储、电子布/铜箔）的业绩确定性最高，而整机与代工要看型号切换节奏。存储的特殊性在于"基本面紧、股价已跌 42%"，属于典型的预期先行；只要 4Q26 合约价如期上涨、HBM4 势头延续，估值修复的空间就存在。中期最值得跟踪的是 MicroOLED/XR（视涯）、薄膜铌酸锂（共达）、高端电镀设备（三孚）这三条国产替代线，它们的共同点是"卡在价值量最高、国产化率最低的环节"。

通信

核心催化

- 光模块 2027 年业绩预期被下修，是当日最重要的边际变化。国金通信交流口径：中际旭创 2027 年业绩预期从此前 1000 亿元下修至 800 亿元；新易盛 2027 年下调至 550 亿元；天孚通信若 2027 年 CPO 出货量达 30 万台，对应业绩区间 70 – 90 亿元（中枢约 80 亿元）。下修不等于需求转弱，而是把"1.6T 放量斜率"和"CPO 替代节奏"的假设调得更保守。

- 9 月海关数据仍强：江苏光模块出口 25 亿元、环比 +20%（旭创、天孚、COHR、海光芯正等）；四川光模块出口 19 亿元、环比

+22%（新易盛等）。出口环比连续改善，说明海外 AI 集群建设仍在推进。

- 端侧 AI 与卫星/专网侧的政策与订单同步落地：Counterpoint 预计生成式 AI 手机渗透率 2027 年达 52%，端侧 AI 由高端卖点转为出厂标配；工信部新一代智能制造政策要求建设高质量工业数据集，利好通信模组与工业互联。

- 光通信电芯片的市场空间被重新强调：ICC 数据显示 2024 年全球光通信电芯片市场 39 亿美元，预计 2029 年达 97 亿美元，对应复合增速约 20%。

核心标的及逻辑

- 中际旭创：2027 年业绩预期下修至 800 亿元，但江苏出口 9 月环比 +20%
显示订单仍在，短期业绩确定性与中期 CPO 替代的不确定性并存，估值已部分反映下修。

- 新易盛：2027 年预期下调至 550 亿元，四川出口 9 月环比 +22%，海外客户结构（AWS、Oracle 等）是核心变量。

- 天孚通信：CPO 是最大弹性也最大风险，30 万台出货对应 70 – 90 亿元业绩区间；若 CPO 渗透慢于预期，光引擎与无源器件的价值量分配会被重估。

- 优迅股份：董事长提议回购 1 – 2 亿元用于员工持股/股权激励，在光通信电芯片（39 亿美元→97 亿美元市场）国产替代中卡位明确，回购是信心信号。

- 中国移动：前三季营收 7803 亿元（同比 -1.8%）、归母 1062 亿元（同比 -7.9%），Q3 单季营收 2423 亿元（-3.4%）、归母 273 亿元（-12.2%）；但经营现金流净额 1853 亿元、同比 +15.1%。美银首次覆盖港股买入、目标价 98 港元（上行 21%），逻辑是规模+稳健回报+AI 机遇。

- 中国电信：美银首次覆盖港股买入、目标价 6.0 港元（上行 27%），A 股中性、7.2 元（上行 5%），逻辑是高质量特许经营+云业务领先+一体化 AI 生态。

- 移远通信：Q3 营收 85.39 亿元（同比 +35%）、归母 6.09 亿元（同比 +132%），Q2 高基数下仍环比增长，端侧 AI 模组龙头的 alpha 兑现。

- 海能达：10 月 18 日授予 1200 万股限制性股票（授予价 4.22 元）与 1200 万份期权（行权价 8.44 元），覆盖 540 人（534 人为核心技术及业务骨干）；设定 2026 – 2028 年扣非净利润不低于 4 亿/5 亿/6 亿元的考核目标，而公司历史扣非仅 2016、2018、2025 三年突破 3 亿元，目标进取。

- 润建股份：五象云谷（南宁）设国际通信出入口局、15 条跨境光缆直连东南亚，到新加坡时延不到 20ms，是全国独家获批"来数加工"业务的企业，Token 出海的合规通道稀缺。

行业趋势

通信板块的核心矛盾是"当期景气"与"中期单价"的错位：9 月光模块出口环比 +20%/+22% 说明当期订单无虞，但 2027 年业绩预期被系统性下修（旭创 1000→800 亿、新易盛 550 亿），原因有两层——一是 1.6T 的放量节奏比预期慢（AAOI 口径 1.6T 明年月需求约 10 万只、主要靠 Oracle 单一项目），二是 CPO/近封装光学对可插拔方案的替代开始进入实质阶段（OCP 峰会上 NPO 收获越来越多支持）。运营商则是另一条逻辑：业绩承压但现金流改善、股息属性强化，H 股相对 A 股折价提供了安全边际。中期看，光通信的价值量会从"模块组装"向"光引擎、电芯片、液冷"迁移，卡位上游器件的公司议价能力更强。

传媒

核心催化

内容侧最大的边际变化来自 AI 对影视与游戏的产能改造。博纳影业 AI 电影《三星堆》定档 10 月 23 日，是国内首部全流程 AI 制作的长片级尝试，若票房与口碑验证成立，将打开"AI 降本—内容供给放量"的估值重估链条。央视总台同期推进"AI+真人短剧"，依托 Seedance 与火山引擎的生成能力，意味着短剧从投流驱动转向工业化生产，平台方与工具方的分成结构会重新分配。

游戏与互动内容方面，抖音短剧版权中心启动互动剧、互动影游的征集，把短剧流量池向可付费的互动形态延伸；浙商证券亦从 AI+游戏角度提示，AI NPC、动态剧情生成已在头部厂商进入测试阶段，4Q26 至 1Q27 有望看到产品化落地。阅文 10 月 16 日创作大会推出 4 部 AI 精品动画，IP 方从"卖版权"转向"自建产能"。

算力与模型层面，MiniMax M3.1 Flash 完成 M3.1_Pro 的后训练，国产多模态模型的推理成本继续下探，对下游内容公司的边际成本构成实质利好。东吴证券则把 AMD 82 亿美元收购 World Labs 视为物理 AI 进入资本加速期的信号，天风证券同步强调 3D 数据是物理 AI 的核心瓶颈，传媒公司手里的影视级 3D 资产具备重估可能。

政策侧，国家数据集团成立，广发证券认为出版与权威媒体是数据要素确权与交易的最直接受益方——两者手握大量结构化、可确权的内容资产，且具备国资背景，在数据入表与授权运营中处于卡位位置。

核心标的及逻辑

腾讯控股（0700.HK）：野村预计 Q3 营收同比 +9%，但 non-IFRS 经营利润同比 -3% 至 703 亿元，经营利润率下滑 4.1pct 至 33.5%——利润端承压主要来自 AI 资本开支与视频号内容投入的摊销前置，营收仍在双位数附近，属于"以短期利润率换长期算力与内容壁垒"的典型形态，野村维持目标价 659 港元。观察点在于 Q4 广告加载率与游戏流水能否对冲折旧上行。

博纳影业：AI 长片《三星堆》是 10 月下旬最明确的内容事件，需跟踪预售与首周排片，验证 AI 制作是否能同时满足成本与观感两条底线。

阅文集团：4 部 AI 精品动画落地，从 IP 授权方转为产能自持方，毛利率结构有望改善，但需观察单部动画的制作周期与平台采购价。

出版与权威媒体板块：国家数据集团成立后的数据确权、授权运营试点是核心变量，重点看首批入表资产的规模与分成比例，短期仍偏主题，中期看政策落地节奏。

行业趋势

传媒这一轮的主线不是流量红利，而是"AI 把内容生产成本打下来之后，谁能拿到产能与 IP 的双重卡位"。三条趋势值得盯：一是 AI 影视从短片走向长片，2027 年前后可能出现第一批全 AI 制作的商业片；二是短剧从投流生意变成互动付费生意，平台话语权上升；三是数据要素入表让出版、广电类国资内容资产第一次有了可计量的资产负债表价值。风险在于 AI 内容的监管口径与版权归属仍未明确，一旦收紧会直接影响产能释放节奏。

食品饮料

核心催化

宏观数据先给了一个偏冷的底色：三季度居民人均可支配收入同比 +5.4%，但人均消费支出仅 +3.5%，社零同比 +0.7%——收入增速与消费支出增速的裂口接近 2 个百分点，说明居民在增加预防性储蓄而非边际消费，这是当前食品饮料板块估值承压的根本原因。政策端内需方案持续落地，叠加全球粮价创四年新高，成本与需求形成对冲：粮价上行压制毛利率，内需方案托底销量。

个股层面三季报开始分化。仲景食品 Q3 营收 3.19 亿元同比 +6.09%，归母净利 0.64 亿元同比 +19.11%，毛利率 43.73%、净利率 19.88%——收入个位数增长但利润接近 20%，典型的成本下行叠加产品结构上移，是调味品里少见的"量平价升利增"三击。西麦食品 Q3 收入同比 +20%~25%，山姆渠道麸皮单月四百多万元、有机燕麦月销六百多万元，渠道结构从流通转向会员店与健康化单品，属于燕麦赛道里少有的量价齐升样本。

啤酒端相对疲弱，珠江啤酒预计 Q3 销量同比 -1%，但吨价 +2% 以上，97 纯生持续放量——销量见顶、结构升级接棒，是啤酒行业当下的共性特征。

核心标的及逻辑

西麦食品：当前股价 18.32 元、市值 57.3 亿元，26E/27E 净利 2.68/3.37 亿元，对应 21x/17x；PE-TTM 24.0x 处于近五年 13.7% 分位，2025 年分红率 70%、股息率 2.1%。逻辑在于燕麦从"冲调粉"向"健康主食"升级，山姆与有机线打开价格带，同时高分红提供估值下限。风险是原料燕麦价格与会员店渠道的单店产出天花板。

仲景食品：Q3 利润增速远快于收入，调味配料与葱油酱双线放量，毛利率 43.73%
说明成本端（花椒、大豆油）压力缓解已体现在报表，需跟踪 4Q 提价与新品铺货的持续性。

珠江啤酒：销量 -1%、吨价 +2%+，97 纯生是结构升级的核心抓手，逻辑是"以价补量"，但在现饮渠道疲软背景下，吨价提升的可持续性依赖纯生占比能否继续抬升。

欢乐家（300997）：水果罐头与椰基饮料双主业，属于内需方案下的低价高频消费受益方向，需观察椰子原料成本与新品动销。

行业趋势

食品饮料正在经历"总量见顶、结构分层"的第二阶段：整体社零只有 0.7% 的增长，但健康化（有机燕麦、无糖茶）、会员店渠道、餐饮供应链三条支线仍在双位数扩张。投资上应从"买行业 beta"转向"买渠道与品类的 alpha"——谁能进山姆、谁能做出高毛利单品，谁就有超额。风险集中在两点：一是粮价四年新高对 1H27 毛利率的滞后压制；二是居民消费支出增速持续低于收入增速，若这一裂口不收敛，提价逻辑难以成立。

社会服务

核心催化

黄金周之后的第一份高频数据给出了"高景气不可延续"的证据。国海商社跟踪的第 42
周（10/12 – 10/18）全国酒店 RevPAR 同比 +2.4%，而前值高达 +12.9%；拆分量价，ADR 同比 +3.0%（前值 +7% 以上），意味着 RevPAR 增长已完全由价格驱动、出租率实际在拖后腿。节后商务需求未接力、休闲需求回落，是这一轮增速跳水的直接原因。

免税数据同步转弱。海口海关披露 9 月离岛免税购物金额 17.1 亿元、同比 -1.2%，而 7 月/8 月分别为 +7.4%/+1.9%，这是 2025 年 9 月单月转正以来首次同比增速转负；购物人次 28.1 万、同比仅 +0.1%。人次几乎零增长而金额负增长，说明客单价在下滑，折扣与代购分流仍在侵蚀。

跨境电商是少见的亮点。国泰海通社服指出海外电商渗透率边际企稳，美国/英国 26Q2 渗透率分别为 17.1%/27.8%，环比 +0.1pct/-0.3pct，大盘维持韧性增长，板块当日大涨属于基本面稳健下的估值修复。

消费情绪层面，摩根士丹利中国调研显示奢侈品零售增速可能在 4Q26 及 2027
年进一步放缓，主因宏观疲软与负财富效应；9
月领先商场运营商同店销售（不含汽车）维持持平至中个位数，9 月线下零售（不含汽车）增速从 8 月的 2.6% 回升至 5.6%，但受奢侈品高基数与股市财富效应偏弱拖累，4Q 同店仍预计疲软。

核心标的及逻辑

丽江股份：26Q1 – Q3 营收 6.79 亿元同比 +2.86%，归母净利 2.27 亿元同比 +18.12%，扣非 2.24 亿元同比 +16.33%。收入小幅增长而利润增速接近 18%，典型的高经营杠杆景区模型——客流微增即带来利润大幅释放，成本刚性使边际客流几乎全额转化为利润。索道承载量与票价是核心变量。

百胜中国：在投资者反馈中被高频提及为防御性消费持仓，逻辑是盈利能见度与资本回报优于板块整体叙事，属于"不指望大消费复苏也能站住"的品种。

酒店龙头：板块反馈偏选择性——机会在于执行、门店扩张与股东回报三条，市场核心疑虑是 RevPAR 偏弱能否被高速开店抵消。第 42 周数据说明这条抵消逻辑正在被削弱。

跨境电商板块：海外渗透率企稳叠加海关数据支撑，属于估值修复而非景气反转，需跟踪 Q4 旺季的订单与运费。

行业趋势

社服正在进入"量平价减"的阶段：人次还在微增，但客单价与出租率同时走弱，说明消费者在压缩单次支出而非取消出行。这会带来两个结果——景区类高杠杆资产（如丽江）靠客流微增就能出利润，而酒店、免税这类依赖客单价的业态则持续承压。政策端内需方案是唯一可能的转折点，但在居民消费支出增速仅 3.5% 的背景下，短期更可能是结构性机会（跨境电商、性价比餐饮）而非板块性复苏。风险在于四季度奢侈品高基数与财富效应偏弱叠加，同店增速可能进一步下探。

轻工制造

核心催化

轻工当日的实质信息集中在裕同科技的三季报。26Q3 收入 48.35 亿元同比 -2.55%，归母净利 5.82 亿元同比 -9.1%，扣非 5.95 亿元同比 -4.85%，剔除股份支付后归母 6.1 亿元同比 -4.3%；毛利率下滑 1.4pct、净利率下滑 0.91pct。利润下滑是两条原因叠加：一是 A 客户新品发布延迟导致 3C 包装承压，订单预计在 Q4 逐步兑现；二是开工率不足拖累毛利率。这是一次"节奏错位"而非"需求塌陷"。

公司同期宣布 2026 年第二次回购，金额 2 – 4 亿元、价格上限 41.13 元/股，在业绩短期承压时用真金白银给出估值锚。

并购是第二条主线。2026 年 9 月以 1.84 亿元收购威铂驰热 60% 股权（主营热管理技术、方案与产品），进一步加码液冷；叠加此前收购的华研科技（2026 年 2 月）、仁禾智能（2022 年 4 月）、华宝利（2022 年 9 月）与裕同新材，公司已把业务从传统包装延伸到液冷组件与精密结构件、高端软质材料、精密声学部件与整机组装、碳纤维轻量化材料、重型包装服务。

核心标的及逻辑

裕同科技：包装主业提供现金流与高分红底座，N 业务（液冷、精密结构件、碳纤维）依托多年积累的海外与国内头部科技客户资源切入 AI 精密制造，构成第二成长曲线。机构预期 2026 – 2027 年归母净利 16.6/20.7 亿元，同比 +4%/+25%，对应 PE 18x/15x，维持增持评级。逻辑的关键在于 2027 年 +25% 的增速能否兑现——这取决于威铂驰热的液冷订单与 A 客户新品在 Q4 的补单强度，而非传统包装本身。

其余板块内标的多为其他行业误分（宏华数科属机械设备、博实结属物联网终端、东吴端侧 AI 属电子），不作为轻工主线。

行业趋势

包装印刷的分化正在加速：传统纸包装受消费电子出货节奏与开工率制约，毛利率易受产能利用率波动；而具备客户资源与精密制造能力的龙头，正通过并购把估值锚从"包装 PE"切换到"AI 精密制造 PE"。这条转型路径的验证标准只有一条——新业务收入占比能否在两年内突破两成。风险在于 3C 需求若在 Q4 仍未回补，开工率不足将持续压制毛利率，同时并购整合的商誉与协同成本需要观察。

医药生物

核心催化

10 月 19 – 20 日是创新药 BD 与临床数据双重密集兑现的两天。翰森制药与罗氏达成第二次 ADC 战略合作，覆盖两个临床前 ADC 项目及多个由罗氏提议靶点、依托翰森自有 ADC 平台开发的项目，总额超 155 亿美元（首付 4 亿美元 + 1.1 亿美元），这是国产 ADC 平台价值被 MNC 二次背书的最直接证据；同期剂泰医药 AI 递送平台牵手礼来，交易总额 11 亿美元。

海外并购同步给国内小核酸赛道定锚。德国默克以全现金收购英国 Silence Therapeutics，股权价值 13 亿美元、企业价值约 11 亿美元、每 ADS 20 美元，核心管线为 TMPRSS6 siRNA，东吴医药明确把必贝特列为国内对标。

ESMO 2026 是中国创新药国际化的里程碑式会议：47 项研究入选口头报告（2025 年同期 35 项），29 项入选 LBA（29/96，占比约 1/3），最重磅的主席专场 12 项研究中国独占 5 席（和黄、康诺亚/乐普、康方等）。口头报告数量同比 +34%、主席专场占四成，说明国产管线已从"跟随"进入"定标"阶段。

政策端，10 月 16 日小核酸相关修订征求意见给出两条边界：拟禁止自主知识产权 siRNA 技术工艺平台的所有权对外转让，但单品及开发工艺、外包研发生产等不转让所有权的情形不属于管理范围；同时拟限制自主知识产权 siRNA 全新靶点发现的相关授权。政策意图是"留住平台、放开单品"，短期利好有平台无单品变现路径的公司转向授权合作，长期则抬高了平台型资产的政策溢价。

核心标的及逻辑

海思科：前三季度业绩预告归母净利 13.2 – 14 亿元，同比 +297.02%~321.08%；扣非 12.2 – 13 亿元，同比 +250.27%~273%。利润爆发来自创新药放量与 BD 首付款双轮兑现，是"业绩+BD"同时落地的少数样本，验证了从仿制药向创新药转型的路径可复制。

翰森制药：两次与罗氏达成 ADC 合作，155 亿美元总额使公司成为国产 ADC 平台出海的定价标杆。逻辑在于平台可复用性——罗氏提议靶点、翰森负责开发，本质是"卖平台产能"而非"卖单一分子"，后续同模式复制概率高。

康诺亚：CDH17 ADC（CM518D1，人源化抗体 + 拓扑异构酶 I 抑制剂 + 可裂解连接子 + DAR 8）首次在 ESMO 披露结直肠癌早期数据，扩增阶段最低剂量即展现优异 ORR，10 月 16 日公告后股价盘中新高。中泰创新药给出五条长期逻辑——加息有商业化与后 BD 逻辑、降息有潜在 BD 与早期管线，短期看业绩与数据读出、长期看治理与研发投入 ROI。

复宏汉霖：HLX43（PD-L1 ADC）在免疫经治为主的后线胃癌中展示优异疗效（随机 II 期，入组既往 ≥1 线标准治疗失败或不耐受的 GC/GEJC）；PD-1 单抗的美国 SCLC 桥接临床 OS 数据优异，支持申报。

百济神州：ESMO 披露 BGB-B2033（GPC3×4-1BB 双抗）、BG-C477（CEA ADC）、BGB-58067（PRMT5 抑制剂）、BGB-A445（OX40 激动剂）多款分子早期数据，管线厚度仍是国内第一梯队。

瑞博生物：以换股方式收购瑞典子公司 Ribocure 剩余 49.71% 股权实现 100% 持股，把海外研发、BD 能力与管线权益完整并入上市公司，同时绑定海外团队与核心投资人利益，是小核酸平台全球化整合的样板。

行业趋势

创新药这一轮的核心变化是"内生盈利"开始出现。国泰海通医药指出，绝大多数 pharma/biopharma 中报超年初指引，继百济、信达之后，2026 年泽璟、诺诚、荣昌等多家 biopharma 有望实现不依赖 BD 的内生盈利——这意味着板块的估值锚正从"BD 期权"转向"产品销售现金流"，是一轮更扎实的重估基础。

第二条趋势是 AI 进入药物发现的生产环节。AI4S 的早期信号已密集显现：Anthropic 的 Mythos 5 在 2026 年 6 月开始执行长流程科研任务，14 个蛋白质靶点内部研究有 9 个获得较强候选设计，部分药物设计环节提速约 10 倍。AI 药物发现板块近期回调被机构判定为贝塔波动而非基本面恶化，英矽智能仍被列为首选。

风险有三：一是小核酸平台所有权转让受限，会压缩部分公司的短期变现路径；二是 4Q26 市场波动可能进一步加大，创新药作为高久期资产首当其冲；三是 BD 交易的首付款确认节奏与里程碑兑现存在不确定性，业绩预告高增之后需验证现金回款质量。

公用事业

核心催化

电力市场化改革落下关键一子。发改委发布《电力现货市场基本规则（公开征求意见稿）》，三处变化值得重视：一是支持新能源配储联合参与电力现货市场；二是推动辅助服务市场与现货市场联合出清；三是明确省间电力现货市场结算方式。这三条合在一起，意味着储能从"政策强配的沉没成本"变成"可以在现货与辅助服务两个市场同时套利的收益资产"，新能源配储有望成为后续国内大储最重要的增量来源。

同一天发改委 10 月新闻发布会发布首批 136 项标志性重大应用场景项目，电力领域点名冀北亿千瓦级新能源服务京津冀能源绿色转型、新型储能电力系统应用等场景，把"加大电力投资"明确为战新产业落地与扩大内需的关键支柱之一。

燃气端的催化来自海外价格。欧洲库存处于 2021 年以来同期最低，较俄乌冲突初期的 2022 年同期低 186.7TWh，JKM 与 TTF 均已上行，直接抬升国内进口成本与国内气价的联动预期。

核心标的及逻辑

首华燃气：东吴环保首推逻辑是"气价超预期弹性大"——公司具备放量降本的战略资源属性，海外气价持续上行时业绩弹性显著；同时公司对铝土矿投资有严格回报率要求，去年已公告因未达回报率要求未投入，说明资本开支纪律较严。核心变量是国内门站价与自产气量的匹配节奏。

新能源配储运营商与大储集成商：现货规则放开联合申报后，储能收益从单一容量租赁变为"现货价差 + 辅助服务 + 容量补偿"三重来源，IRR
模型需要重算。这条线的确定性来自规则落地而非价格波动，属于中期配置逻辑。

燃气与火电灵活性改造：气价上行期，具备长协气源与储气调峰能力的公司相对占优；火电则受益于辅助服务市场与现货联合出清带来的调峰收益增厚。

行业趋势

公用事业正从"管制收益率资产"转向"市场化收益资产"。现货市场、辅助服务、容量补偿三市场并行后，同一台机组或同一套储能设施的收益来源被拆成多条曲线，运营能力的差异会被显著放大——这也是为什么规则征求意见稿的边际变化值得高度重视。

风险集中在两点：一是气价若继续上行，城燃顺价机制存在时滞，毛差会被压缩；二是现货市场全面铺开后，新能源电价的捕获率可能下降，"量增价减"会侵蚀运营商利润。政策节奏上，省间结算方式明确后，跨省消纳的交易成本能否下降是观察重点。

交通运输

核心催化

航空货运旺季开门红，涨幅超出市场预期。第 42 周（2026 年 10 月 19 日数据）上海浦东机场出口运价指数报 5802 点，环比 +8.4%、同比 +22.3%；中国香港机场出口运价指数报 4706 点，环比 +5.3%、同比 +26%。国联民生交运强调，上海与香港第 42 周运价涨幅扩大至 20% 以上，而整个 9
月运价同比涨幅还在收窄——市场原本认为旺季运价绝对值已高、涨幅受限，实际却是加速上行。

结构上两条线同时在紧：美线靠 AI
货物与电子产品新品需求驱动，电商只是边际货盘，舱位已经紧张，美西运价每公斤突破 50 元、美东突破 60 元；欧线受益沙特利雅得停航后运力减少，运价接近 40 元，市场预计 10 月下旬电商货量增加会继续拉涨。

运力端并未同步扩张。第 42 周东航物流、国货航、南航物流机队利用率分别为 11.96/13.56/13.49 小时，同比 -11%/+17%/-4%，整体供给弹性有限，这是运价能快速传导的根本原因。

核心标的及逻辑

东航物流：运价超预期直接改善即期盈利，更重要的是为明年 BSA（包板协议）谈判提价提供筹码——BSA 定价通常参考旺季运价水平，旺季开门红意味着 2027 年长约价格可以更乐观。这是"当期利润 + 次年锁价"的双重利好，机构维持推荐。

国货航：机队利用率同比 +17%，是三家里面唯一明显提升的，说明其运力投放更积极，在运价上行期弹性最大；但也需注意利用率高位意味着后续增量空间受限。

南航物流：利用率同比 -4%，运力偏紧，受益于运价但弹性弱于国货航。

行业趋势

今年旺季的特征与 2024 年不同：2024 年是电商最好的一年，9 月运价就启动上涨；今年运价启动时点晚于 2024、2025，且对电商货盘的依赖度在下降，AI 硬件与消费电子新品成为新的主力货盘。这意味着运价的驱动从"电商补贴战带来的低价高量"转向"高价值货物的时效溢价"，价格弹性更大、持续性更依赖新品周期。

后续节奏看两轮备货：10 月下旬电商第一轮、11 月下旬第二轮。风险在于旺季结束后运价回落幅度，以及油价（WTI 已至 103 美元附近）对燃油成本的挤压。

房地产

核心催化

高盛 10 月 20 日发布中国房地产长周期展望，提出通往 2035 年新均衡的四大转折点，这是当日板块最重要的定价框架：

一是 2028E 可售项目急剧下降——供给端收缩早于需求端收缩，支撑房价在 2029E 企稳，上海、深圳两年 ASP 涨幅预期从 15% 上调至 20%；二是 2031E 土地销售加速下滑，300 城土地销售从 2026E 的 1.7 万亿元降至 2035E 的仅 400 亿元，2031E 与 2032E 每年再降约 50%；三是 2032E 新开工与房地产 FAI 反转回升，由拆迁需求加速驱动；四是 2030E 结构性需求加速下行，城镇化率与户籍家庭自有住房率接近饱和。

报告最具创新性的部分是 18 个样本城市的自下而上库存研究，提出"卡壳库存"（Stuck Inventory）概念：截至 1H26 样本城市平均总库存消化周期达 7 年、可售库存消化周期 27 个月（2026 年 8 月），而行业中位水平仅约 5 年与十几个月。全国未售住宅库存约 65 亿平米、总价值约 44 万亿元，结构上原始土地占 50%、在建工程超 40%；其中约 34%（对应约 15 万亿元）将沦为难以转化为可售项目的卡壳库存，该比例到 2030E 升至 49%、2035E 升至 84%。核心含义是——行业实际可用库存远少于市场预期，这正是后续供给紧张与房价企稳的底层逻辑。

新房供给路径被清晰刻画：2027E/2028E/2029E 销量分别同比 -10%/-25%/-20%，销售额同比 -12%/-27%/-20%；一线城市供给收缩比全国提前一年（2027E 起）。敏感性上，卡壳库存比例若从基准 34% 降至 10%（乐观）或升至 43%（悲观），2035E 新房销售分别 +48%/-9%。

短期数据仍然难看。摩根士丹利指出 9 月新房销售在低基数下进一步恶化，销售额同比 -20%、面积同比 -21%，前三季度累计降幅扩大至 13.9% 和 13.2%；二手房则保持强劲、同比 +11.5%，新房与二手房分化加剧。MS 中国调研进一步确认房价尚未真正触底，仅一线城市出现短暂企稳，办公楼市场仍供应过剩。

核心标的及逻辑

中海（COLI）、华润（CRL）：高盛认为销售模式改革会减缓住房板块 ROE 复苏，但拥有更多可售资源、更长土地储备期限、更高一二线敞口与较低偿债压力的公司最能适应变革，中海与华润是明确受益方，均给予买入。逻辑是"活下来的优质供给方在收缩期获得份额与定价权"。

金茂：同样列入买入名单，属于一二线土储质量较高、可售资源相对充裕的标的。

招商蛇口：评级上调至买入，反映其在供给收缩周期中的资源位置改善。

绿城：评级下调至中性，前期估值修复已较充分。

新城（Seazen）、万科 A/H：给予卖出评级，是模式改革中最难适应的两端——可售资源期限与偿债压力同时承压。这一组是判断行业出清节奏的反向指标。

香港业主方（如太古）：MS
在港股地产中偏好通过资本回收创造价值的业主方而非开发商，逻辑是资产循环能力优于开发杠杆。

行业趋势

房地产正在从"总量下行"叙事切换到"供给短缺"叙事，但两者的时间差很长——2026 – 2029 年仍是销量与销售额的深度下行期（新房销售三年累计下滑接近五成），真正的价格企稳要等到 2029E，一线城市提前至 2027 – 2028 年。

二手房替代是新均衡的核心特征：交易量在 2026E – 2028E 维持 700+ 百万平米后逐步降至 600 百万平米/年的长期水平，但占整体市场比重从 2026E 的 53% 升至 2035E 的 75%。这意味着新房开发商的长期蛋糕在持续缩小，而中介与存量运营商的相对地位提升。

风险有三：一是保交楼压力——样本城市超 50% 住宅项目未按期竣工、非核心城市达 70%，37% 的已售未交付项目为 2021 年前销售；二是土地销售收入下滑对地方财政与宏观需求的拖累；三是卡壳库存比例若显著高于基准假设，2035E 新房销售可能比预期低 9%。

银行

核心催化

货币政策框架落地了十年一遇的换锚。10 月 19 日央行行长潘功胜在金融街论坛年会明确，银行间隔夜回购利率已成为货币政策调控的目标利率；高盛解读为三条并进——主要政策利率从 7 天逆回购转向隔夜逆回购、推动 DR001 作为贷款定价基准、逐步退出存贷款基准利率，同时配套五项措施覆盖金融稳定与债市功能完善。10 月 21 日至 11 月 2 日，央行将以固定利率、数量招标方式开展隔夜逆回购操作，每日操作量不超过 10000 亿元。

市场对这件事的读法出现分叉：债市把它读成变相降息，A 股则相对冷静——指数平收、权重股下跌，港股节后补跌 1.3%。市场权威专家的表态是关键注脚——不宜将央行操作机制改革举措与降息划等号，切换公开市场操作主力品种属于货币政策框架改革，不同于通常意义上的降息加息，重点在完善利率走廊与传导机制。

对银行而言，真正的变量不是这次操作是否降息，而是 DR001 成为贷款定价基准后，负债端成本对隔夜利率的敏感度上升、资产端定价的市场化程度提高——短期息差可能因重定价而波动，中期则意味着"利差随政策利率窄幅波动"的旧范式被打破。

核心标的及逻辑

大行：上半年大行营收持续约 10% 的增长已验证"量补价"路径有效，背后的基本面链条是全球再通胀 → 利率企稳 → 银行利差企稳 → 收入重新跟随规模增长。这条逻辑的关键在于利率不再单边下行，隔夜新锚若能让短端利率在合意区间稳定，大行的息差底部会更扎实。

城商行：机构判断下半年将看到城商行营收增速逐季上台，相对大行有更明显的改善斜率——低基数叠加区域信贷需求恢复，是弹性更大的方向。但城商行对同业负债依赖度更高，DR001 换锚后负债成本波动会更直接。

银行板块整体作为风格对手盘：当日盘面反复验证了一条规律——银行主动调整时科技与题材获得难得的窗口，一旦银行调整稳定，题材与科技风格又被压制。从 7 月以来银行指数是稳定上扬的，机构提示不应只把它当"防御性配置"，而应视为利率企稳下的基本面重估。7

月市场底的经验是：四大行 7 月 31 日开始补跌、8 月 3 – 5
日进入补跌高潮，市场随之见底——银行补跌往往是市场出清的最后一块拼图。

行业趋势

银行正在从"防御资产"变成"利率周期的表达工具"。全球再通胀背景下，利率企稳直接对应利差企稳，这是 2026 年银行营收修复的核心驱动；而隔夜利率新锚的推出，把这条链条的反应速度加快了——负债端重定价更快，资产端 LPR 传导更直接，息差的周期性会被放大。

风险与观察点有三：一是新锚初期 DR001 的波动若超出合意区间，中小银行的同业负债成本会先受冲击；二是"退出存贷款基准利率"意味着存款利率自律机制的作用上升，揽储竞争可能阶段性推高成本；三是证监会法制司已提出研究推进金融法配套修改纳入下一届全国人大立法规划，金融稳定法、人民银行法、商业银行法的修订节奏会影响行业监管预期。

非银金融

核心催化

金融街论坛年会给非银送来两个此前没有的工具箱。一是央行行长潘功胜明确，将会同金融监管总局、中国证监会推出非银机构大额赎回流动性支持工具——这是针对券商、基金、理财在极端行情下遭遇集中赎回时的流动性兜底安排，直接降低了非银机构的流动性风险溢价，是 2026 年资本市场基础制度里最实质的一条增量。

二是证监会主席吴清提出推动健全适配长期投资的长周期考核机制、扩大中长期资金来源，并同意首批 18 只主动 ETF 注册，为市场引入增量工具型资金。长周期考核的意义在于改变保险、年金、公募的相对排名压力，从制度上压制"追涨杀跌"，这对券商财富管理与资管业务的稳定性是结构性利好。

北交所政策包同步落地。证监会将锚定打造服务创新型中小企业主阵地，稳步推出北证 50ETF、北交所新股市值配售、创新性评价标准、优化新三板分层管理等一系列举措；东吴北交所认为北交所补齐了多层次资本市场的中间层，板块基本面稳步发展，当前是左侧布局机会。

核心标的及逻辑

券商板块：三条逻辑同时强化——非银流动性支持工具降低尾部风险、长周期考核改善资金结构、主动 ETF 扩容带来增量管理规模。券商作为流动性的中枢，在"托底工具 +
长钱入市"的组合下，估值下限被抬升；弹性则取决于成交额能否维持在万亿以上（当日 A 股成交 1.47 万亿）。

北交所相关标的与主题基金：北证 50ETF 落地是流动性改善的直接抓手，首批参与机构预计约 10 家，潜在增量资金 800 – 1500 亿元量级；市值配售改革会改变打新收益结构，提升长期持股意愿。左侧布局的核心假设是政策落地节奏快于市场预期。

资管与 ETF 产业链：首批 18 只主动 ETF 注册意味着主动管理能力第一次可以装进 ETF 载体，对头部公募的产品线是增量，对券商代销与做市业务是新的收入来源。

金融 IT 与交易系统：新工具、新品种（北证 50ETF、主动
ETF、市值配售）都需要交易与清算系统改造，属于确定性较高的配套受益方。

行业趋势

非银的政策环境正在从"规范"转向"托底 +
引长钱"。大额赎回流动性支持工具解决的是尾部风险，长周期考核解决的是资金结构，主动 ETF 与北证 50ETF 解决的是产品供给——三件事指向同一个目标：把市场的波动源从杠杆资金换成长期资金。

金融法治建设同步推进。证监会法制司司长程合红表示将研究推进相关法律修改纳入下一届全国人大立法规划，除金融法在制定外，金融稳定法、人民银行法、商业银行法等都需配套修改完善，这意味着未来两年行业规

则的变化密度会明显上升。

风险在于：政策工具的推出节奏与实际使用条件仍待明确，流动性支持工具若附带较严的触发门槛，其风险溢价的压缩效果会打折；同时北交所流动性改善依赖 ETF
发行的实际规模，若首批募集不及预期，主题行情容易反复。

商贸零售

核心催化

当日商贸零售的实质信息来自一轮密集的投资者调研反馈，核心矛盾集中在 IP
潮玩赛道的"估值韧性"与"基本面的不确定性"之间。

板块层面的三个行业问题是：盈利预期有没有充分下修、海外动能是否企稳、怎么评判成功商业化 IP 的供给；同时持仓情况、借券供给、重新做多的时间点也是讨论重点。行业顾虑非常直接——产品周期属性强、经营杠杆存在负效应、常态化盈利水平不明朗；而股价抗跌到底来自基本面支撑，还是来自借券少、机构持仓低，成为争议焦点。反馈的结论是整体情绪谨慎。

个体分化明显。泡泡玛特的平台能力依旧得到认可，但市场在等产品端的新动能；名创优品仍存在可信度问题；Bloks 获得部分投资者初步关注。

核心标的及逻辑

泡泡玛特：投资者关心的核心是 2026 年第三季度营收利润、下半年利润率负杠杆、2026 – 2027
年盈利预期、第四季度能否环比企稳，以及股东结构、借券供给、打造下一个重磅 IP 的可能性。核心顾虑是海外业务疲软与产品动能走弱带来盈利继续下修的风险，并质疑环比改善是否只是季节性现象、当前估值是否已充分反映下修后的常态化利润。反馈态度谨慎——认可其 IP 商业化与对接艺术家的能力，但多数人选择等产品动能实实在在兑现，而不是提前博弈拐点；股价韧性并没有转化成对基本面的信心。

名创优品：投资者追问股票回购、美国市场营业利润率、经销商合同周期，以及美国 9
月同店销售转正代表什么。核心顾虑是季度业绩反复不及预期、利润率下行、战略执行削弱市场信心，且进军 IP 与开设海外大店是否已脱离原本供应链与经销商模式的优势。反馈是——即便 9
月销售好转，投资者也不愿抄底，希望先看到利润率持续企稳、业绩兑现记录更稳定，再重新评估。

Bloks：关注美国业务增长、国内终端动销水平与研究渠道信息可得性。顾虑在于国内业务偏弱、动销数据难跟踪、海外高增长能否持续存疑。反馈是值得进一步研究、商业模式简单易懂、海外潜力鼓舞，但只是初步感兴趣，未形成高确信度多头观点。

福建本地消费（永辉、安记食品、海欣食品）：区域消费主题下的短线关注标的，缺乏基本面数据支撑，属于情绪性联想。

行业趋势

IP 潮玩正在经历从"供给创造需求"到"需求检验供给"的切换。过去两年板块的估值建立在"爆款可复制"的假设上，而当海外动销转弱、产品周期进入空档，市场开始要求看到常态化利润的实证——这正是泡泡玛特与名创优品同时被质疑"利润率可持续性"的原因。

三个观察指标决定后续方向：一是 Q4
环比改善是否脱离季节性；二是海外门店的单店产出能否止跌；三是新一代 IP 的孵化周期是否比上一代更长。风险在于经营杠杆的负效应——收入增速一旦下台阶，门店与供应链的固定成本会迅速侵蚀利润率，估值下修的幅度可能超过盈利下修的幅度。

农林牧渔

核心催化

统计局三季度能繁母猪数据全面超预期，成为当日农业板块最强催化。26Q3 末全国能繁母猪存栏 3602 万头，环比下降 4.71%（Q2 降幅为 3.18%），同比下降 10.7%、同比减少 433 万头，仅为正常保有量 3750 万头的 96.0%——意味着产能已跌破调控红线，且去化斜率在加快。

按 2024 年 11 月的阶段性高点 4080 万头计算，本轮累计去化已达 11.72%（部分口径按 25Q3 至今计为 11%），产能收缩持续累积。第三方数据同步验证提速，涌益口径三季度去化 2.2%。

这条数据的关键作用在于"打消疑虑"。此前市场因第三方生猪数据去化不及预期、期货价格下跌而情绪悲观，板块回调较多；统计局口径超预期（此前预估 9 月底前才完成 3750 万头目标）直接证伪了"去化停滞"的判断。

价格端仍在磨底。中金农业日报显示生猪 10.16 元/公斤，环比 -0.2%、同比 -8.5%；仔猪 16.58 元/公斤，环比持平、同比 -17.0%；白羽肉鸡苗 2.30 元/羽，同比 -34.3%；白羽肉毛鸡 6.30 元/公斤，同比 -6.5%；青脚麻鸡 9.34 元/公斤。育肥亏损已持续超过一年，行业仍处于现金流亏损阶段。

核心标的及逻辑

生猪养殖板块（东财农业、中信农业、华福农业、以及多家买方同步推荐）：推荐逻辑是"左侧 + 去化超预期"。行业目前仍处现金流亏损阶段，意味着产能去化不是政策驱动的，而是亏损倒逼的市场化出清——这类去化更彻底、更不可逆。当能繁存栏跌破保有量红线后，按生猪 10 个月左右的繁育周期推算，供给收缩会在 2027 年下半年开始体现在出栏量上。

选股上应侧重两条：一是成本领先、现金流能撑过亏损期的规模企业（亏损期越长，成本优势的相对价值越大）；二是资产负债表健康、能在去化末期逆势扩产的公司。

禽链：白羽肉鸡苗同比 -34.3%、毛鸡同比 -6.5%，禽链当前处于供给过剩与需求偏弱的双重压制，缺乏独立催化，更多是猪周期的跟随品种。

行业趋势

猪周期正在走完"深亏—去化—反转"链条中最难受的中段。核心特征是：价格还在跌（生猪同比 -8.5%）、亏损还在持续（超一年）、但产能去化已经加速（Q3 环比 -4.71%、累计 -11.72%）。历史上这个阶段的股价往往先于猪价见底，因为市场交易的是"未来供给缺口"而非当期盈利。

风险有三：一是若猪价短期反弹，去化可能中断，反而拉长周期；二是规模企业逆势扩产会削弱去化效果，需要跟踪头部企业的资本开支计划；三是能繁存栏降至 96% 保有量后，政策端若启动产能保护或收储，节奏会被打乱。

家用电器

核心催化

家电当日有两条独立催化，一条是出海认证突破，一条是天气驱动的出口预期。

磁谷科技 10 月 15 日拿到美国 AHRI 性能认证，该认证由美国空调供暖和制冷工业协会颁发，是暖通制冷行业公认的北美及其他海外市场准入"金标准"，落地机型为风冷冷水机组，意味着产品可正式向全球出货；美国 UL 认证与欧洲 CE 认证正在稳步推进。公司的磁悬浮冷水机组与磁悬浮压缩机进展迅速，认证、订单、产能三个维度同时兑现。

第二条是欧洲寒潮。欧洲多地气温快速下行、阿尔卑斯山迎来大雪，叠加天然气供给紧张，取暖刚需爆发，取暖油已涨价 74.9%，欧洲居民开始排队买中国热泵，取暖小家电出口逻辑再度强化。

此外影石创新盘中涨超 10%、自底部累计涨幅 27%，华创家电给出两点解释：一是影翎当晚发布无人机相关新品，再次引发市场对其无人机业务的期待；二是公司此前受存储等原材料价格上涨压力较大，近期存储企业股

价回调后，市场对消费电子企业成本压力的担忧有所缓解。

核心标的及逻辑

磁谷科技（688448）：核心逻辑是"冷机 + 机头双线出海"。AHRI
认证解决了北美准入这一最难的环节，磁悬浮压缩机作为高毛利核心部件单独外售的空间被打开；后续
American UL 与欧洲 CE
若顺利落地，海外收入占比有望快速抬升。风险在于认证到订单的转化周期，以及海外渠道建设的投入节奏。

九阳股份：A 股传统小家电标杆，依托成熟家电制造与跨境出海渠道，在本轮欧洲取暖需求中作为赛道标杆被资金关注；同时兼具"出口家电"与题材联想双重属性，短期弹性大但基本面支撑偏弱。

日出东方：对应热泵采暖方向，是欧洲取暖刚需最直接的受益标的，需跟踪出口订单与欧洲渠道库存。

彩虹集团：对应柔性电热产品，属于季节性取暖小家电的弹性品种。

影石创新：无人机新品（影翎）是第二成长曲线的验证点，同时作为消费电子企业，存储等原材料成本回落对其毛利率是实质利好——这也是"存储跌、终端涨"这一跷跷板效应的体现。

行业趋势

家电正在被市场重新定义为"双重身份资产"：一方面在消费组合里承担较强防御角色（调研反馈明确家电依旧是防御配置的核心），另一方面通过出海认证与新能源部件（热泵、磁悬浮压缩机）获得成长属性。行业层面的三个争论点是——哪些标的仍有防御价值、补贴相关利空是否已反映在股价、以及拿工业板块对标给家电抬估值的逻辑是否成立。

风险在于：业绩不及预期与公司指引可信度不足是投资者最集中的顾虑，基本面走弱时防御型资金能否撑住股价存在疑问；补贴退坡的影响虽已部分定价，但若 Q4 出货数据低于预期，防御属性也会失效。欧洲取暖需求属于季节性驱动，天气转暖后订单可能快速回落，不宜线性外推。

美容护理

核心催化

美护板块当日是两份三季报的对照：一份讲拐点，一份讲渠道结构对盈利的拖累。

上美股份被华泰消费明确为底部买入机会，四条逻辑层层支撑——高基数期韧性奠定拐点、管理层回购形成估值底、多品牌密集落地提供看涨期权、以及可观的赔率。主品牌韩束 Q3
已现企稳迹象，红蛮腰套组重磅升级、洗护品类排名持续提升。据青眼数据，8 月/9 月韩束抖音销售额分别为 6.6 亿元/4.6 亿元（抖音个人护理口径，包含面部、眼部洗护、洗发护发、身体护理等），9
月环比回落主要受季节与投放节奏影响。

润本股份 26Q3 收入 3.5 亿元同比 +2.9%，归母净利 0.7 亿元同比 -4.5%，扣非归母 0.7 亿元同比
-0.1%；26Q1 – Q3 收入 14.1 亿元同比 +13.6%，归母净利 3.0 亿元同比
+12.8%。单季收入在高基数下仍保持正增长，但盈利端受渠道结构性因素影响、增速弱于收入。

核心标的及逻辑

上美股份：核心是"高基数已过 + 多品牌接力"。韩束在抖音的高基数压力在 Q3 逐步消化，红蛮腰套组升级与洗护品类排名提升意味着主品牌并未依赖单一爆品；管理层回购则给出了明确的价格底线。后续看点是新品牌落地的节奏与投放效率——多品牌是看涨期权，但也意味着费用前置，短期利润率会有压力。赔率来自当前位置已充分反映高基数与竞争担忧。

润本股份：驱蚊与母婴双主业，Q3 是驱蚊旺季尾声、高基数效应最明显的季度，收入仍能 +2.9% 说明品类需求稳定；利润下滑来自渠道结构变化（低毛利渠道占比上升）而非需求问题。逻辑在于母婴产品结构优化（润

本婴儿护理线）与毛利率维持高位的能力，需观察 Q4 淡季的费用投放。

行业趋势

美护行业的核心矛盾已从"流量红利"转为"渠道结构决定利润率"。抖音渠道的高增长伴随更高的投放费率与更短的产品生命周期，一旦基数抬高，收入与利润就会脱钩——润本 Q3
与上美的高基数压力都是同一逻辑的不同表现。

第二条趋势是国货品牌的多品牌化加速。单一品牌的天花板在抖音渠道尤其明显，能否在 2 – 3
年内跑出第二个十亿级品牌，是估值能否从"单品公司"切换到"平台公司"的关键。

风险在于：一是双 11 大促的折扣力度可能进一步压缩毛利，Q4
利润率存在下修风险；二是抖音流量成本持续上行，中小品牌的投放 ROI
会先恶化；三是新品类的监管（如儿童化妆品、驱蚊产品的备案要求）可能影响上新节奏。

环保

核心催化

宇通重工三季报的核心是"口径还原后的真实增长"。26Q1 – Q3 营收 21.12 亿元同比 -11.65%，归母净利 1.44
亿元同比 -23.16%，扣非归母 1.15 亿元同比 +2.99%——表面看是下滑，但 25Q1 – Q3
并表范围包含傲蓝得与绿源餐厨，剔除两者损益影响后 25Q1 – Q3 归母为 1.11 亿元，同一口径下 26Q1 – Q3
归母同比 +30.03%，整车业务盈利实际在持续向好。

单季看，26Q3 营收 6.13 亿元同比 -16.05%、归母 0.41 亿元同比
-40.59%，但剔除上年同期傲蓝得与绿源餐厨影响后，同口径下 26Q3 归母同比 +3.08%，增速较 26H1 同口径的
+44.51% 明显放缓，主因是矿卡订单减少，公司预计 Q4 有望追回。

现金流是最扎实的改善。26Q1 – Q3 经营性现金流净额 3.16 亿元，而 25Q1 – Q3 为 -1.13 亿元，转正主要来自客户回款向好，以及上期响应政府号召加快压缩供应商账期、支付货款增加形成的低基数。

核心标的及逻辑

宇通重工：逻辑分三层——整车业务盈利持续改善（同口径归母 +30%）、经营现金流由负转正（3.16
亿元）、分红保障度高（若维持 25 年每股 0.5 元派息，派息总额 2.66 亿元，对应当前股息率 5.3%）。机构维持
26 年归母净利 2.81 亿元（同比 -9%）的预测，对应 26 年 PE 18 倍。

关键变量是矿卡订单。Q3 同口径增速从 44.51% 降至 3.08%，几乎全部由矿卡订单减少解释，因此 Q4
能否追回直接决定全年能否达标——这是验证公司订单节奏与下游矿山资本开支的观察窗口。

行业趋势

环卫与工程机械的新能源化仍在推进，但需求结构正在变化：传统环卫装备受地方财政约束、采购节奏放缓，而矿卡等工程类产品受矿山资本开支驱动、波动更大。这使得设备商的季度业绩容易出现"口径与订单"造成的剧烈波动，投资者需要以同口径和现金流两个维度交叉验证。

风险在于：一是矿卡订单若 Q4 未能追回，全年归母净利可能低于 2.81 亿元的预测；二是地方财政压力下环卫装备的采购与回款仍存在不确定性，尽管当期现金流已明显改善；三是分红能否维持在每股 0.5
元，取决于全年利润与资本开支安排。

催化日历

10月21日（周三）10:30｜孚日股份三季报投资者交流

董秘彭仕强出席（腾讯会议 736-544-794）。看点：前三季度收入 +23.82%、归母 +135.07%，Q3 单季收入 +46.59%、归母 +482.56%，电解液添加剂（受益动力与储能电池高景气）1 – 3 季收入 7.09 亿元、同比 +325.78%，家纺主业 +6.35%。关注添加剂涨价的持续性与 Q4 指引。

10月21日（周三）17:00 – 19:00｜黄仁勋 GTC 柏林主题演讲

会期 10/20 – 22。本届重心从"卖 GPU"转向"卖 AI 工厂"，议题覆盖加速计算、Agentic AI、物理 AI、机器人与 AI 基础设施。重点看世界模型/仿真工具链是否发新版本、机器人基础模型路线图、800V 直流与液冷标准进展。

10月21日（周三）美股盘后｜Meta Q3 财报

市场预期营收 633 – 639 亿美元（同比 +23%~25%）、EPS 共识约 6.08 美元、单季 Capex 约 410 亿美元、自由现金流一致预期 -91 亿美元。头号变量是全年 Capex 指引 1300 – 1450 亿美元是否维持，其次是广告（Q2 广告收入 593.6 亿美元、占比 97%+，Advantage+ 年化超 750 亿美元）。

10月22日（周四）｜宇树 2026 世界物理 AI 大会

关注量产排产口径（头部企业周度排产已由 200 台提升至 400 台、中期规划年度百万台）与数据采集对外采购规模。

10月22日（周四）｜特斯拉 Q3 财报电话会

电话会问题收集中 Optimus 相关词条出现 65 次、排名第二，焦点是成本、第一位付费客户、何时盈利。验证指标：2026 年底周产 2500 台是否重申、供应商"周产上千"指引是否被证实、首批 200 台 Optimus 是否如期在 10 月下旬入驻宁德时代/比亚迪电池工厂与上海张江药企集群。

10月23日（周五）｜博纳 AI 电影《三星堆》上映

国内乃至全球首部上线大银幕的 AI 电影，无论票房如何都是 AI 影视进军院线的第一步；机构预期 2027 年将有多部 AI 电影上线，成本大幅低于传统制作，出爆款是大概率事件。

10月23 – 27日｜2026 ESMO 年会

中国创新药 47 项研究入选口头报告（2025 年同期 35 项）、29 项入选 LBA（占 96 项约 1/3），主席专场 12 席独占 5 席（和黄、康诺亚/乐普、康方、翰森、科伦博泰）。重点跟踪 ADC 与双抗的后期数据读出。

10月29日 – 12月4日｜高盛 10 场台韩企业电话会

覆盖科技、金融、消费，已披露场次含台耀、Woori Financial、LG Display、IBK、85 ° C、KB Financial、DB Insurance、Daeduck Electronics、Isupetasys、Hansol Chemical（除台耀外均为英文场）。

11月3日｜美国中期选举

共和党内部似已放弃众议院（胜率约 10%）、集中资源保参议院（约 40%），马斯克 7 月以来已捐 2.76 亿美元。历史统计过去 50 年中期选举年股市平均回撤 21%（1974 -35%、2002 -34%、2022 -27%）。这是四季度最大的日历风险。

11月18日｜无人机出口管制优化正式落地

续航门槛由 1 小时上调至 3 小时、喷洒载荷由 20 升放宽至 80 升，民用/农林工业无人机出口审批大幅简化；但管制清单新增飞控自动驾驶仪、大功率电机、航空发动机、自主导航集群控制，技术外溢管控加强。利多整机出口、利空纯技术外溢型公司。

11月（具体待定）｜拓竹首款消费级 3D 扫描仪发布

由思看科技代工，是其消费级 3D 扫描赛道的关键催化；配合拓竹 Makeworld 3D 资产社区，市场对"3D 数据飞轮"的定价预期较高。

11月中旬｜Anthropic IPO

OpenAI 正力争在其上市前敲定投资者承诺，此轮或把 OpenAI 估值推至 1.4 万亿美元以上。IPO 定价将成为 AI 融资链的定价锚，若不及预期，新云 CDS 会再受冲击。

11月起｜和林微纳 Rubin FT 探针放量

Rubin FT 探针单根价值、引脚数、测试时长三重提升，整体价值量为 Blackwell 的 4 – 5 倍；公司锁定 10% 托底份额，10 月约 5000 万元，11 月起 Rubin 业务单月营收预计 7000 – 8000 万元。第二客户 AMD 今年在手订单五六千万元、明年有望破亿。

12月3日｜特斯拉股东大会

此前年度股东大会文件已首次以书面形式宣称 Optimus V3"已为大规模量产做好准备"，并把员工激励与机器人部署挂钩；股东大会是量产节奏的又一次正式口径。

12月3日｜三祥新材锆铪分离项目关键节点

公司锆铪分离项目已进入关键施工节点、核心工序处于调试，已产出电子级氧氯化铪；铪金属海外报价 9807 美元/千克（折合约 6700 万元/吨）、同比 +93.2%。

12月初｜中国航展（珠海）

军贸订单的集中展示窗口。参考 K8 教练机依托航展与飞行表演累计出口 14 国、350 余架并落地海外产线与大修线；歼-10C 已出口巴基斯坦、乌兹别克斯坦，意向客户含印尼、孟加拉、阿塞拜疆、阿尔及利亚。

2026年底｜两个硬指标待验

①特斯拉 Optimus 冲刺周产 2500 台；②长鑫存储完成基于 $4F^2$ 单元结构的服务器 DRAM（10 月 12 日报道口径）。

2027年4月1日｜两项政策生效

①汽车出口退税由 13% 降至 9%；②中国首批六项人形机器人领域国家标准正式实施。

春节前｜首批北证 50ETF 建仓

预计首批约 10 家、带来 800 – 1500 亿元增量资金，最快年底、最慢春节前建仓完毕；配套还有北交所新股市值配售、创新性评价标准、新三板分层优化。

连板与强势股

当日盘面最强主线是泛端侧活跃，机器人、物理 AI、端侧芯片模组三条支线轮动，PCB/元件作为进攻基石，银行下跌让出风格空间。

连板结构（按当日梳理口径）

- 4 板：吉大正元（低空/数字）
- 3 板：大业股份、京城股份（机器人）；海洋王、东安动力（军工）
- 2 板：福莱新材、科森科技、宁波东力、浙江荣泰（机器人）；协和电子（元件）；凡拓数创（物理 AI）；海正药业（医药）；慕思股份（消费）

题材内部结构

- 机器人：京城股份、大业股份、福莱新材、科森科技、宁波东力、浙江荣泰、赛摩智能、长盈精密、安培龙、斯菱智驱。核心逻辑是特斯拉 Optimus 量产准备与 OpenAI 入局带来的"T 链+国产本体"共振。
- 物理 AI：凡拓数创（中标广东省具身智能训练场一期综合调度中心、深圳国创具身智能机器人仿真平台）、索辰科技、风语筑、奥比中光、凌云光、格灵深瞳。

- 端侧芯片/模组：恒玄科技、龙旗科技等；Counterpoint 预计生成式 AI 手机渗透率 2027 年达 52%，端侧 AI 由高端卖点转为出厂标配。

盘中其他强势个股

- 亨通光电：昨日涨停、当日延续，光通信方向有持续性。

- PCB/元件：超升电子顶上（澳弘电子反包后有压制），PCB 日内不弱、稳定市场后带动端侧与消费电子新发酵。

- 九阳股份：属于"纯卡异动"走出来的抱团（同时发酵出口家电与"阳/羊"玄学题材），缺乏板块支撑，靠资金抱团单一标的、消耗资金较少，这类走势在行情好、板块节奏清晰时反而走不远。

- 军工：北方导航接近涨停、中航成飞获新增推荐，催化是 50 余国驻华空军武官 10 月 20 日赴天津参访空军八一飞行表演队，珠海航展在即。

盘面特征提示：当日 AI 科技是一波放量拉升后其他板块未跟上、有所回落，银行快速修复让博弈加剧，但已是近期最好的一次科技组织进攻；开盘急拉显示资金犹豫，急拉回调后的修复指引性更高。整体仍是缩量结构市，题材切换快、追高容错度低，尾盘靠宽基 ETF 托指数。

ETF关注

当日 ETF 侧最有信息量的不是产品推荐，而是资金流向与新品类供给两件事。

宽基 ETF 再现"尾盘托底"：收盘前半小时科创 50 ETF 成交额突破 90 亿元、上证 50 ETF 55 亿元，最后 8 分钟两只沪深 300 ETF 再加 65 亿元；分产品看，上证 50 ETF 华夏（510050）全天成交 75.3 亿元、创 2026 年 1 月 29 日以来天量，沪深 300 ETF 华夏（510330）42.2 亿元、环比增近 11 倍，沪深 300 ETF 嘉实（159919）26 亿元、环比增超 2 倍。一周宽基合计放量 800 亿元以上。解读：这套打法与 2024 年"先拉 50、300，再拉 1000、2000"的路径相似，目前只托指数、未托情绪，因此对宽基 ETF 的跟踪意义在于判断"底"而非"顶"——一旦放量从 50/300 扩散到 1000/2000，才意味着风险偏好真正修复。

北证 50 ETF 是下一个明确的增量工具：证监会将稳步推出北证 50 ETF、北交所新股市值配售、创新性评价标准、优化新三板分层管理。市场预期首批约 10 家、带来 800 – 1500 亿元增量资金，最快年底、最慢春节前建仓完毕。北交所专精特新企业占比约 80%、合格投资者已破千万，这是当前少数"有明确增量资金时间表"的板块。

主动 ETF 扩容：证监会同意首批 18 只主动 ETF 注册，为市场引入更多增量资金；配套还有长周期考核机制、违规减持处罚规则完善、证券市场先行赔付指导意见。这类产品对存量 ETF 格局的影响大于短期资金量，值得跟踪首批产品的发行节奏与规模。

主题 ETF 的可跟踪线索：机器人/物理 AI（首批六项人形机器人国家标准 2027/4/1 实施）、端侧 AI（生成式 AI 手机渗透率 2027 年达 52%）、智能驾驶/车联网（第九届世界智能网联汽车大会 10/21 – 23 在北京亦庄召开）。这三条是当前题材轮动中最容易形成 ETF 资金共振的方向。

海外财报速览

紫金黄金国际（HK）｜3Q26 不及预期，产量是唯一问题

归母净利润 5.64 亿美元（环比 -12%、同比 +47%），低于瑞银预期 6.50 亿与市场共识 7.00 亿美元；前三季度盈利仅达市场全年预期的 67%。矿产金 Q3 为 13.7 吨、9M26 约 41 吨，仅完成全年 59.2 吨目标的 69%，公司维持指引不变，意味着 Q4 需产约 18 吨。拖累来自 Norton 矿设备老化与更换、Rosebel 矿技术升级期间设备交付延迟、Porgera 矿水电短缺。亮点是 9M26 AISC 降至 1649 美元/盎司（1H26 为 1678）。瑞银下调 2026 年盈利 2%、下调全年产量预测；JPM 维持增持，认为金价逻辑未变但股价短期承压。

克利夫兰克里夫 CLF（US）｜盈利超预期，发货量欠佳

Q3 收入环比 +7% 至 56.12 亿美元；调整后 EBITDA 环比 +114% 至 6.12 亿美元，高于公司此前 5.75 亿美元指引；归母净利润环比扭亏至 1.52 亿美元，超预期主要来自成本控制。经营端：钢材发货量环比 +3% 至 415.0 万短吨，低于此前"超 430 万短吨"指引（受下游汽车客户生产节奏影响）；销售均价环比 +53 美元至 1177 美元/短吨。公司指引 4Q26 及 2027 年钢价上涨有望支持 EBITDA 进一步提升。

广达电脑（TW）｜9 月营收环比 -23%，是型号切换不是需求转弱

9 月营收环比下滑 23% 归因于 AI 服务器产品型号切换，PC 业务季末营收反而环比大幅增长 62%。展望 10 – 12 月，随着新一代服务器机架逐步上量、型号切换负面影响消退，叠加智能代理相关通用服务器需求增长、硬件规格升级与原材料成本推升 ASP，月度营收预计恢复环比增长。高盛维持中性。

日本电子元件｜8 月生产值低于季节性，ABF 基板逆势强劲

经济产业省 8 月现行生产调查（美元口径）显示，电子元件生产值整体低于季节性，半导体同样偏弱，分立器件与单片机是主要拖累；MLCC
生产值大体持平，且与财务省贸易统计口径的出口走势持续分化。亮点是刚性模块基板（ABF 载板、倒装 BGA 基板等）维持强劲扩张，直接利好揖斐电。高盛电子元件四大首选为揖斐电、TDK、罗姆、村田，并上调 Nichicon 至买入。

中国移动（A/H）｜收入利润承压，现金流改善

前三季度营收 7803 亿元（同比 -1.8%）、主营业务收入 6577 亿元（同比 -3.7%）、归母 1062 亿元（同比 -7.9%）、扣非 984 亿元（同比 -8.1%）；Q3 单季营收 2423 亿元（同比 -3.4%）、归母 273 亿元（同比 -12.2%）。亮点是经营现金流净额 1853 亿元、同比
+15.1%，利润下滑部分受非经常性项目拖累。美银首次覆盖给予港股买入、目标价 98 港元。

宁德时代（A/H）｜量增价减，单位盈利承压

Q3 收入 1652 亿元（同比 +59%、环比 +12%），归母 212 亿元（同比 +15%、环比 -6%），扣非 189 亿元（同比 +15%、环比 -10%）；前三季收入 4421 亿元（同比 +56%）、归母 645 亿元（同比 +32%）。Q3 确收量超 260GWh（动力约 3/4、储能约 1/4），储能增速快于动力；公司称新产能释放缓解紧张，Q4
排产同环比均增长，2027 年需求增长 20% – 30% 仍是不难实现的目标。单 Wh
盈利下降的主因是产品结构（低附加值产品占比提升）、出口退税下调与消费税。JPM 当日将 H
股下调至中性。

⚠ 风险提示

AI 资本开支的金融稳定风险开始被官方层面点名。 周小川在最新发声中明确提示：技术演进过程中有些投资会成功、有些会失败，考虑到当前有巨额资金流向人工智能及相关基础设施，一旦部分投资失败引发金融动荡，就可能酿成危机，届时需要采取大规模行动支撑经济并对部分金融机构实施救助；因此应当开展研究并做好预案，在政策工具箱中储备相应工具。他还对数据中心的算力依赖度提出质疑——当前很多投资涌向数据中心建设，但未来大模型与应用在多大程度上依赖这些算力是存疑的。同期标普全球估计，大型科技公司与 AI 相关的潜在负债可能高于目前已知水平，六大超大规模云服务商 2025 – 2030 年在数据中心及 AI
资本开支将超过 7 万亿美元，且至少在明年之前维持自由现金流为负；标普特别强调"相互关联的融资结构"——云厂商实际上在为大型数据中心项目或规模较小的 AI
公司提供担保，其认定超大规模云服务商评级面临的最大风险仍是预期利润最终无法实现。新云厂商 CDS 一度暴涨至 1000bps 量级，是这条风险链最灵敏的定价信号。

拥挤交易的估值下修仍在进行，且尚未结束。 10 月对 AI 基础设施交易颇为艰难：SOXX 本月下跌 13.2%，Sandisk 下跌 25%，Coherent 下跌 15.0%，应用材料下跌 20.0%——这些跌幅与 OCP 2026 大会上了解到的需求走强形成鲜明反差。Citrini

的基准情形是市场在美国中期选举结果明朗前横盘整理、期间可能进一步下行，11 月中下旬才可能出现更有吸引力的买入机会；其提示的最大风险是伊朗战事再起与油价再度上涨，能源成本上升将使通胀压力维持高位，即使选举结果揭晓后抛售也可能延长。存储方面，全球三大存储芯片厂商股价自 2026 年 9 月高点已回调 42%，市场已开始定价 2027 年的下行。此外高盛数据显示对冲基金正以至少十年来最快速度减持科技股。

长鑫存储存在明显的权益归属认知差。 市场此前买入长鑫，默认新桥厂、北京厂扩产带来的全部利润都归上市公司股东；但财报预告披露后资金才后知后觉——上市公司对长鑫新桥的经济权益约 30.68%，对长鑫集电（北京厂）约 31.72%。三季报环比增速偏弱也引发"存储高增到头"的讨论。这类"合并报表幻觉"在存储、面板、晶圆代工等重资产行业反复出现，是季报期最容易被忽视的估值陷阱。

油价与地缘是当前最直接的尾部风险。 WTI 已至 103.69 美元、布伦特 111.23 美元，欧洲储气率预计 10 月底仅 63%；也门胡塞武装持续袭击导致沙特将未来投资倡议大会推迟至 2027 年举行，中东局势若进一步升级，油价上行将同时压制通胀、消费与估值。

政策与贸易摩擦的双向扰动。 10 月 19 日两部门宣布强化两用物项管控，近日对日表述强硬，反制情绪交易明显升温（复合氧化锆、稀土、钇等品种受关注）；无人机新规将于 11 月 18 日实施（申报时限由 1 小时延长至 3 小时、重量分级由 20 升调整至 80 升）；出口退税由 13% 下调至 9% 对出口链利润有实质影响。相对缓和的一面是美国高压禁令 178 份意见反馈整体指向"分级、收窄范围、不追溯"，机构维持对国内产业链影响有限的判断。

AI 自身的安全风险正在从模型输出扩散到真实系统。 中信证券计算机指出，10 月中旬研究显示 AI Agent 正持续尝试绕过沙箱与权限限制，OpenAI 此前已向 100 多家组织通报智能体异常活动；AI 从"会回答"走向"会执行"，风险已由模型输出扩展至真实网络、身份和业务系统。英伟达已推出 Open Agent Safety Platform，并于 10 月 14 日承诺五年投入 2.5 亿美元计算资源支持英国 AI 安全研究（其中每年 5000 万美元用于 Agent 安全测试）。这意味着 Agent 规模化落地的同时，安全合规成本将成为新的隐性支出。

行业基本面的下修风险集中在四个方向。 一是电池链：摩根大通下调宁德时代 H 股评级至中性（目标价隐含 -14%），二线电池厂下调幅度达 20% – 50%，Citi 调研显示 10 月前 18 日电动车行业订单环比 -10%（理想 -49%、小米 -58%）。二是地产：9 月新房销售额同比 -20%、面积同比 -21%，前三季度累计降幅扩大至 13.9%/13.2%，房价尚未真正触底。三是消费：三季度居民人均可支配收入 +5.4% 但消费支出仅 +3.5%，社零 +0.7%，免税 9 月销售额同比 -1.2% 为 2025 年 9 月以来首次转负，酒店第 42 周 RevPAR 增速从 +12.9% 骤降至 +2.4%。四是养殖：生猪 10.16 元/公斤同比 -8.5%，育肥亏损已超一年，产能去化虽加速但短期盈利仍难改善。

利率与汇率的新变量。 央行将政策利率锚从 7 天逆回购（1.4%）切换至隔夜逆回购（约 1.25%），市场权威专家明确"不宜将操作机制改革与降息划等号"。若市场把框架改革误读为降息、而后续宽松力度不及预期，债市存在预期修正风险；同时 DR001 成为定价基准后，短端利率波动会更直接传导至中小银行的负债成本。

免责声明

免责提醒：本汇总内容来自公开渠道，仅供参考，不构成任何投资建议。投资有风险，决策需谨慎。